

Opinnäytetyö (AMK)

Myyntityön koulutusohjelma

Rahoitus- ja vakuutuspalvelut

2016

Veera Vahanen

# DYNAAMISEN VUOKRATUOTTOMALLIN ARVIOIMINEN JA SOVELTAMINEN KIINTEISTÖJEN TUOTTOARVIOINNISSA JA ARVONMÄÄRITYKSESSÄ

Veera Vahanen

# DYNAAMISEN VUOKRATUOTTOMALLIN ARVIOIMINEN JA SOVELTAMINEN KIINTEISTÖJEN TUOTTOARVIOINNISSA JA ARVONMÄÄRITYKSESSÄ

Tämän opinnäytetyön tarkoituksena on perehtyä kiinteistösijoittamisen tuottomalleihin. Työn tavoite on tuoda esille joustava tuottomalli ja todistaa sen toimivuus käytännön esimerkeillä. Tuottomalleilla havainnollistetaan Turun keskustan toimitilojen heikkoa kysyntää ja pohditaan ratkaisuja tilanteen korjaamiseksi.

Opinnäytetyö koostuu teoriaosasta ja empiirisestä osasta. Teoriaosassa käsitellään periaatteet investoinnin hankinnalle ja siihen uponneiden kustannusten ja tuottojen laskentakaavoista. Tässä osassa esitellään sijoituskohteiden arvonmääritelmä ja arvonmuodostus sekä käydään läpi, miten kiinteistömarkkinoiden sijoituskohteiden erityispiirteet vaikuttavat arvonmuodostumiseen. Teoriaosassa perehdytään myös nykyisillä kiinteistömarkkinoilla käytettyihin tuottomalleihin ja tuottovaatimusten laskukaavoihin.

Empiirisessä osassa esitetään toimeksiantajan kehittämä joustava tuottomalli ja miten eri tekijät vaikuttavat sijoituksen riskin ja tuoton suhteeseen. Joustavaa mallia verrataan nykyisillä kiinteistömarkkinoilla käytettyyn tasaisen tuoton malliin. Molemmista malleista tehdään esimerkkilaskelmat kymmenen vuoden ajalta käyttäen Turun keskustasta löytyviä myytäviä ja vuokrattavia toimitiloja. Turun keskustan toimitilojen tyhjäkäynnin syitä havainnollistetaan vertaamalla kauppakeskus Hansan toimitiloja Skanssin ja Myllyn toimitiloihin.

Tutkimus osoittaa Turun keskustan toimitilojen tyhjentyvän jätettyjen kiinteistömarkkinoiden takia. Sijoituskohteiden ympäristön dynaamisuus ei ole saanut toimitilavuokria muuttamaan joustaviksi ja vastaamaan markkinoiden kysyntään. Joustava tuottomalli ottaa huomioon ympäristössä tapahtuvat muutokset, riskin jakautumisen tasaisesti sijoittajan ja vuokralaisen välillä ja mahdollistaa sijoittajalle huomattavasti paremmat tuotot kuin tasainen tuottomalli. Joustava tuottomalli osoittautui kymmenen vuoden ajanjaksolla tuottavan 45,8 % enemmän kuin tasainen tuottomalli. Lisäksi tutkimus osoitti riskin jakautuvan tasaisemmin sijoittajan ja vuokralaisen välillä, jolloin sijoittajan tuotto-odotus voi olla korkeampi kuin tasaisessa tuottomallissa. Tutkimus todistaa aktiivisen sijoitustyylin kehittävän kaupunkia useita eri sidosryhmiä hyödyttämällä ja mahdollistamalla sitä kautta sijoittajalle paremman tuoton.

## ASIASANAT:

Kiinteistöala, investointi, portfolio, sijoittaminen, sijoitustuotto, kustannuslaskenta, arvonmäärittäminen

Veera Vahanen

# EVALUATING THE DYNAMIC RETURN MODEL AND ITS APPLICATIONS IN ESTIMATING REAL ESTATE RETURNS AND PROPERTY VALUATION

The goal of the thesis is to evaluate return models used in real estate investing. In the thesis I will introduce dynamic return model and prove its usability with real life examples. I use two different return models to illustrate weak demand for business premises in the city Center of Turku.

The thesis is divided into theory section and empirical section. The theory section covers basic principles of investment purchase and important calculation formulas of profits and sunken costs. Definition of investing product valuation and the actual valuation process will be introduced in this section as well as the special features of real estate investing and their effect in valuation process. I will also examine return models and the formula of required rate of return used in current real estate market.

The dynamic model developed by my principal will be introduced in the empirical section. I will also illustrate how different factors affect the relation between risk and profit in a given investment. Empirical section includes comparison between the dynamic return model and the traditional return model used in real estate markets.

This thesis shows that sticky real estate markets is the reason for empty business premises in the city Center of Turku. Even though the environment of the investment targets is dynamic, the rents of the business premises are inelastic and they don't connect with the market demand. The dynamic return model factors in the changes in environment and while balancing the risk between investor and tenant, it allows significantly higher returns than traditional return model. In a ten-year examination period the dynamic model achieved 45,8 % better returns than the traditional model. In addition, the thesis showed that risk is more equally balanced in the dynamic model and this allows higher required rate of return compared to the traditional model. Thesis proves that active investment strategy allows higher return and a way to improve a city in a beneficial way for many different interest groups.

## KEYWORDS:

Realty business, investment, portfolio, investing, return on investment, cost accounting, value assessment

# SISÄLTÖ

<b>1 JOHDANTO</b>	<b>6</b>
<b>2 KIINTEISTÖ INVESTOINTINA JA TUOTTOLASKELMAT</b>	<b>9</b>
2.1 Investointi- ja rahoituspäätös	9
2.2 Johdon laskentatoimen investointilaskenta	10
2.2.1 Investoinnin kustannuslaskentamenetelmät	13
2.3 Kirja-arvo ja markkina-arvo sijoitustoiminnassa	15
2.4 Toimitilojen arvomuodostus erityspiirteiden mukaan	16
2.5 Sijoituskohteiden tuotto	20
<b>3 TURUN KESKUSTAN TOIMITILOJEN TUOTTAVUUS</b>	<b>26</b>
3.1 Dynaamisen mallin tausta	27
3.2 Dynaaminen malli	30
3.2.1 Kiinteistön rinnastaminen osakkeisiin	32
3.2.2 Kiinteistösijoittajan salkun hoito	34
3.3 Kauppakeskusten myynnit	38
3.4 Toimitilojen erilaiset vuokraustavat	42
3.4.1 Tasaisen tuoton kaava	48
3.4.2 Joustavan tuoton kaava	49
3.4.3 Rahan aika-arvo	52
3.5 Riskien jakautuminen	54
<b>4 JOHTOPÄÄTÖKSET</b>	<b>59</b>
<b>LÄHTEET</b>	<b>63</b>

## KAAVAT

Kaava 1. Alkutuottovaatimus (Olkkonen yms. 1997, 134).	21
Kaava 2. Pääoman tuottoaste (Knüpfer & Puttonen 2014, 112).	22
Kaava 3. Oman pääoman tuottoaste (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 280).	22

Kaava 4. Vipuvaikutus (Miettilä & Olkkonen 1993, 145).	23
Kaava 5. Katetuottolaskelma (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 67).	23

## KUVAT

Kuva 1. Liitteen ylätunnisteen muuttaminen.	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
Kuva 2. Osanvaihtokoodi.	<b>Error! Bookmark not defined.</b>

## KUVIOT

Kuvio 1. Kiinteistösijoittajan salkku 1.	36
Kuvio 2. Kiinteistösijoittajan salkku 2.	37
Kuvio 3. Vähittäiskaupan markkinatuotos (Tilastokeskus 2014).	48

## TAULUKOT

Taulukko 1. Liikekeskusten myynnit (Suomen kauppakeskusyhdistys ry 2014).	38
Taulukko 2. Liikehuoneistojen vuokrat (Asunnot.oikotie.fi 2016; Tuloskiinteistöt Holding Oy 2016; Turun seudun kehittämiskeskus 2016).	44
Taulukko 3. Toimistojen vuokrat (Asunnot.oikotie.fi 2016; Kauppalehti.fi 2016; Tuloskiinteistöt Holding Oy 2016; Turun seudun kehittämiskeskus 2016).	44
Taulukko 4. Myytävät toimitilat (Asunnot.oikotie.fi 2016).	45
Taulukko 5. Pörssiyritysten osinkotuotto prosentit (Castellum 2015; Hufvudstaden Ab 2015; Kauppalehti.fi 2016; Wallenstam Ab 2016; Wihlborgs 2015).	46
Taulukko 6. Yksinkertainen tuottolaskelma.	47
Taulukko 7. Tuottoerot.	51
Taulukko 8. Rahan aika-arvo.	53

# 1 JOHDANTO

Turun keskustan toimitilat ammottavat tyhjyyttään ja yhä useamman liiketilan ikkunoissa näkyy loppuunmyynti-kylttejä. Erimielisyydet ja vastaväitteet toriparkin rakentamisesta eivät myöskään kasvata toimitilojen kannattavuutta sijoittajien näkökulmasta. (Turun Sanomat 2014.) Tyhjillään olevat toimitilat autioittavat koko keskustan aluetta ja samalla sen viihtyvyys ja vetovoimaisuus katoavat. Jos asukkaat eivät saa keskustasta haluamiaan palveluita, saattaa koko ydinkeskusta siirtyä muualle. Tästä on jo ollut keskustelua mediassa ja on pohdittu, mihin suuntaan siirtyminen voisi tapahtua. 1970-luvulla Turun keskustana pidettiin Puutorin aluetta, mutta myöhemmin se siirtyi Kaupatorin ympärille palveluiden läheisyyteen. Muutos vei vuosikymmeniä, joten ihan hetkessä ei nykyinenkään keskusta tule siirtymään. (Töykkälä 2015.)

Toimitilat pakkautuvat usein keskustan ympärille, joten tyhjillään olevat tilat kielivät alueen palveluiden kysynnästä tai sen puutteesta. Tyhjät tilat aiheuttavat myös päänvaiavaa sijoittajille eli vuokranantajille, koska tilasta ei saada tuottoja, mutta vastikekulut rasittavat tasaisesti joka kuukausi. Sijoittajat joutuvat kustantamaan vastikkeet omista kassavaroistaan, jolloin toimitila muuttuu kulurasitteeksi. Tyhjillään oleviin tiloihin voi olla haasteellista saada uusia vuokralaisia heikon taloustilanteen ja kiinteistömarkkinoiden jäykkyyden vuoksi.

Tässä opinnäytetyössä perehdytään Turun ydinkeskustan toimitilojen tyhjäkäynnin syihin ja sijoittajien käyttämiin tuottokaavoihin. Työn tavoitteena on esitellä ja arvioida vaihtoehtoja tuottokaavaa, jonka toimeksiantaja on laatinut. Lisäksi tavoitteena on todistaa mallin toimivuus ja vertailla sitä malliin, jota käytetään nykyisillä kiinteistömarkkinoilla. Tutkimuksen tarkoituksena on löytää ratkaisuja yritysten säilymiseen sijoittajien vuokraamissa tiloissa, jotta keskustasta saataisiin uudelleen houkutteleva ja vetovoimainen kohde Turun ja ympäryskuntien asukkaille.

Toimeksiantajana toimii Juras Oy, jonka omistaja on aiemmassa toiminnassa kehittänyt mallin, jota tässä opinnäytetyössä tutkitaan. Toimeksiantaja käyttää mallia edelleen kiinteistötuottojen arvioinnissa ja konsultoinnissa.

Opinnäytetyö koostuu kahdesta osasta: teoriaosasta ja empiirisestä osasta. Teoriaosassa käsitellään kiinteistösijoittamisen periaatteita ja kiinteistömarkkinoiden toimivuuteen vaikuttavia tekijöitä. Kiinteistön tai toimitilan kustannuksia ja oletettavia tuottoja havainnollistetaan investoinnin kustannuslaskennan avulla. Investointilaskenta antaa

pohjaa kiinteistöjen arvon määrittämiselle. Teoriaosassa esitellään yleisesti sijoitustoiminnessa sijoitustuotteiden arvon käsitteet, jotta kiinteistöjen tai toimitilojen erityispiirteiden vaikutus arvoon ja hinnoitteluun saadaan havainnollistettua. Sijoittajien käytössä olevia tuottomalleja ja sijoittajan roolia kuvataan, jotta empiirisessä osassa pystytään vertailemaan eri tuottomalleja.

Empiirisessä osassa esitellään toimeksiantajan luoma tuottomalli, joka pohjautuu ajattelutapaan, jossa kiinteistöt rinnastetaan osakkeisiin. Mallissa perehdytään sijoittajan vaikutusmahdollisuuksiin tuottonsa parantamiseksi ja riskin hallitsemiseksi. Tuottomalli korostaa arvonmuutosta, joten Turun keskustan toimitilojen kohdalla arvoa havainnollistetaan kauppakeskus Hansan avulla. Tuloksia verrataan muihin Turun alueen kauppakeskuksiin.

Toimeksiantajan luoman mallin toimivuutta tutkitaan vertailemalla kahden eri vuokraustavan tuottoja. Kymmenen vuoden tuotot lasketaan toimeksiantajan joustavalle mallille ja yleisesti käytetylle mallille. Molemmista tavoista arvioidaan operatiivista riskiä ja pääomasijoituksen riskiä sekä sitä, miten ne ovat jakautuneet sijoittajan ja vuokralaisen välillä. Tulosten avulla havainnollistetaan, miten toimitilojen vuokraamisesta saadaan joustavampaa ja tuottavampaa. Työn lopussa esitellään yhteenvetona johtopäätökset tuloksista.

Kokonaisuudessaan toimeksiantajan luoma malli koostuu kolmesta osasta, joista kaksi rajataan tämän tutkimuksen ulkopuolelle. Ensimmäinen osa kuvaa poliittisten päätösten vaikutusta sijoittamiseen ja sitä, miten niihin voi aktiivisella sijoitustyyllillä vaikuttaa. Ensimmäisessä osiossa keskitytään kuvaamaan kaupunkien muuttumista ja ylipäättään kiinteistösijoittamisen ympärillä tapahtuvaa jatkuvaa muutosta. Keskimäinen osa käsittelee joustavan tuottomallin soveltamista ja riskin jakautumista eri sidosryhmien välillä. Viimeinen osa perehtyy asiakkaan eli loppukäyttäjän arvioimiseen. Viimeisessä osassa kuvataan sijoittajan ja asiakkaan yhteistyömahdollisuuksia ja sijoittajan vaikutamista asiakkaan liiketoimintaan. Tässä opinnäytetyössä keskitytään tarkemmin mallin keskimäiseen osaan. Kokonaiskuvan ymmärtämiseksi työssä käsitellään ainoastaan pintapuolisesti ensimmäinen ja viimeinen osa, joihin perehdytään muissa opinnäytetyöissä.

Tutkimuksen aineistona käytetään Turun ydinkeskustan vapaana olevia toimitiloja ja niistä pyydettäviä vuokria, pyyntihintoja ja vastikkeiden määriä. Aineistona käytetään myös toimeksiantajan ja Verkaranta Kiinteistöt Oy:n omistajan haastatteluja, jotka to-

teutetaan kvalitatiivisesti. Tutkimuksessa mallinnetaan markkinoilla olevien toimitilojen keskiarvoisia tuottoja, ja niitä vertaillaan toimeksiantajan esittämän mallin tuottoihin.



## 2 KIINTEISTÖ INVESTOINTINA JA TUOTTOLASKELMAT

### 2.1 Investointi- ja rahoituspäätös

Yritystoiminnassa päätöksenteon tukena käytetään johdon laskentatoimea ja siihen pohjautuvia järjestelmiä. Yrityksen taloudelliset ja rahoitukselliset suunnitelmat tehdään käyttäen apuna laskentatoimen laskelmien tuottamia raportteja. Johdon laskentatoimen eri osa-alueilla saadaan kerättyä päätöksentekoon tarvittavaa informaatiota ja saadaan ratkaistua yritykselle erilaisista vaihtoehtoista tuottavin tai kannattavin ehdotus. Laskentatoimen informaatiota hyödyntäessä on huomioitava, mitä ratkaisuja yritys on tekemässä ja vastaako tehty raportti päätöksenteon kulmakiviä. (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 33–36.)

Yrityksen on huomioitava kaksi eri päätöstä suunnitellessaan investointeja: ensimmäinen koskee investointikohdetta ja toinen rahoitusta. Molempien on oltava yhteensopivia yrityksen strategian kanssa. Investointipäätökset sitoutuvat pitkälle ajalle, vaikka ne tehdään kertaluontoisina. Tämän takia päätöksentekoon tarvitaan perusteellinen suunnittelu ja laskeminen, jotta investointi tulee kannattamaan koko käyttöajan. Vaikka tulevaisuuden ja ympäristön muuttumista on haasteellista ennustaa, on tärkeää osata ajoittaa hankinta markkinoiden suosimaan aikaan. (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 206–207.) Investointipäätös tehdään markkinoiden sen hetkisen hinnan mukaan, ja se on kertakuluna suuri. Päätöksenteon kannalta on tärkeää osata laskea investoinnin tuottama kassavirta ja suhteuttaa se ostohetken kuluihin. Investoinnin käyttöajan tai elinkaaren lopuessa on osattava laskea siitä saatava myyntihinta eli likvidointiarvo ja huomioida se investointipäätöstä tai investointivaihtoehtoja arvioidessa. Ostohinta, kassavirta ja likvidointiarvo määrittävät investoinnin kannattavuuden yritystoiminnalle. (Damodaran 2009, 209–210.)

Ennen lopullista investointipäätöstä on tehtävä myös rahoituspäätös, joka linkittyy investoinnin rahoitustarpeeseen. Yrityksen on arvioitava, kuinka paljon kohde vaatii vierasta pääomaa vai onko hankinta mahdollista tehdä oman pääoman turvin. Rahoituksen on kuitenkin vastattava investointia ajallisesti. Jos kysymyksessä on pitkän ajan investointi, on rahoituksenkin oltava pitkän ajan rahoitusta. (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 209.)

Rahoituspäätöstä tehdessä on laskettava osuudet oman ja vieraan pääoman suhteelle, jotta yritykselle kertyy investoinnista paras mahdollinen tuotto. Optimaalisin rahoitusvaihtoehto aiheuttaa vähiten kuluja yritykselle tai voi jopa vipuvaikutuksen seurauksena tehdä lisätuottoa investoinnista saatavan tuoton lisäksi. Rahoituspäätös on sidoksissa investointiin, koska investointi määrittelee rahoituksen tarpeen ja määrän. Rahoituspäätös on kuitenkin pidettävä erillisenä päätöksenä, koska siitä aiheutuvat rahavirrat ovat säännöllisiä ja vaikuttavat yrityksen toimintaan koko investoinnin käyttöajan. (Damodaran 2009, 187, 218.) Investointipäätös on käytännössä yrityksen tekemä, ja sen tarkoitus on edesauttaa yritystä kasvamaan tai tuottamaan tehokkaammin tulevaisuudessa. Rahoituspäätös puolestaan koskee yrityksen eri sidosryhmiä, kuten osakkeen omistajia, yrityksen johtoa ja lainanantajia. Jokaisella agentilla on omat intressinsä pääomien suhteiden jakamisessa, joten ristiriitojen mahdollisuus on huomioitava ja erimielisyydet selvitettävä ennen lopullista päätöstä. (Knüpfer & Puttonen 2014, 24–26.)

## 2.2 Johdon laskentatoimen investointilaskenta

Investoinnilla tarkoitetaan rahan sijoittamista johonkin kohteeseen suhteellisen pitkäksi aikaa. Investoinneista odotetaan saatavan tuottoa, koska pääomaa sitoutuu ja varat ovat poissa muusta käytöstä. Tuottoa ei välttämättä odoteta saatavan heti, vaan sitä oletetaan kertyvän pitkällä aikavälillä. Useimmiten investoinnit ovat kiinteitä kohteita, jolloin kustannukset ja tuotot ovat konkreettisesti hahmotettavissa. (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 206.) Kiinteistösijoitukset ovat pitkän ajan investointeja, joten niistäkin oletetaan saatavan tuottoa sijoitusperiodin aikana (Olkkonen, Kaleva & Land 1997, 15).

Investointikohteiden kannattavuutta laskettaessa käytetään investoinnin kustannuslaskentaa (investointilaskenta). Investointilaskelma erittelee hankintaan liittyvät kulut ja hyödyt eri vaiheissa, ja laskelmat tehdään hankinnan koko pitoajalle. Investoinnin laskentaa voidaan soveltaa myös kiinteistösijoittamiseen, jolloin kustannuksia lasketaan hankittavalle kohteelle. (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 213.) Tässä opinnäytetyössä keskitytään kiinteistösijoittamiseen toimitilamarkkinoilla, joten investoinnin kohteena on liiketila, toimisto, tuotanto- tai varastotila. Tässä opinnäytetyössä näistä kaikista tiloista käytetään yhteisnimitystä *toimitila*.

Investointilaskentaan tarvitaan muutamia perustietoja, mutta on huomioitava, että osa investoinnin kannattavuuteen tai edullisuuteen vaikuttavista tekijöistä on mahdotonta

esittää laskelmilla. Sen takia on tärkeää hankkia riittävästi informaatiota ja taustatietoja, jotta kannattavuudesta saadaan mahdollisimman realistinen kuva. Laskelmiin vaadittavia tietoja ovat hankintakustannukset, tuotot tai tuotto-odotukset, käyttökustannukset, jäännösarvo, laskentakorkokanta ja pitoaika tai sijoitusperiodi (Neillimo & Uusi-Rauva 2010, 2013–214). Investointilaskelman tulos tulee olla positiivinen, jotta investointi on kannattava. Kiinteistösijoittamisessa hankittavan toimitilan on tuotettava, jotta kohde kannattaa hankkia. (Knüpfer & Puttonen 2014, 109.)

Kiinteistösijoittamisessa investoinnin hankintakustannuksella tarkoitetaan ostettavan kohteen toteutuvaa kauppahintaa tai uuden rakennetun kohteen kokonaiskustannuksia. Kuluerän tarkkaa suuruutta voi olla etukäteen vaikea määrittää, koska usein toimitilakohteiden neliöhinnat vaihtelevat sykleittäin kysynnän ja tarjonnan mukaan. Hinnan vaihtelut voivat olla suhteellisen merkittäviä muun muassa alueellisten erojen takia ja ajankohdasta riippuen. (Haight & Singer 2005, 22.)

Toimitilasta saatava bruttotuotto on vuokralaisen maksama vuokra. Vuokra on käytännössä sijoituksen ainoa tuotto, jos ei sijoitusperiodin lopussa kohteen myynnistä saatavia voittoja huomioida. Vuokran tulee siis kattaa kiinteistöön kohdistuvat juoksevat kustannukset ja sidotulle pääomalle haluttu tuotto. Vuokran suuruus tulee määritellä aina kohteen ominaisuuksien ja ulkoisten tekijöiden, kuten sijainnin mukaan. Vuokrien yleistä kehitystä on myös syytä seurata, jotta vajaakäytön riski pienenee ja saadaan taattua tasainen tuotto. Pitkissä vuokrasopimuksissa vuokrat ovat usein sidottu indeksiin, jolloin saadaan tasainen ja todellisuutta vastaava tuotto. Indeksisidonnaisuudella varmistetaan vuokratuoton säilyminen rahanarvon heikentyessä eli inflaation vaikuttaessa. (Miettilä & Olkkonen 1993, 155–157.)

Kiinteistösijoituksen kustannuksia ovat toimitilaan kohdistuvat hoito- ja rahoitusvastikkeet. Bruttotuotosta saadaan nettotuotto vähentämällä vastikkeen osuus vuokrasta. Nettotuotto vastaa käyttökatetta katetuottolaskelmassa, johon perehdytään myöhemmin tässä opinnäytetyössä. Tuotot ja kulut lasketaan usein koko vuoden osalta kerralla. Muita juoksevia kustannuksia ovat kohteen ylläpitoon, parannuksiin tai muutoksiin kohdistuvat kustannukset. (Miettilä & Olkkonen 1993, 157; Neillimo & Uusi-Rauva 2010, 215.)

Laskentakorkokanta kuvaa kohteen rahoitukseen kohdistuvia kustannuksia ja sidotun pääoman vaihtoehtoista tuottoa. Kustannukset jaetaan omalle ja vieraalle pääomalle. Vieraan pääoman kustannuksia kuvaa rahoituslaitosten myöntämien lainojen korot.

Oman pääoman kustannus eli sijoittajan tuottovaatimus määritellään joko markkinoiden yleisen tuottovaatimuksen mukaan tai aikaisempien toteutuneiden tuottojen keskiarvojen mukaan. (Miettilä & Olkkonen 1993, 156–157.) Toimitiloihin investoitaessa pääoman tarve on runsasta, jolloin lähes aina rahoitukseen tarvitaan vieraan pääoman ehtoista varallisuutta. Korkokantaa laskiessa on päätettävä, otetaanko inflaation vaikutus huomioon. Vaihtoehtoisia laskentatapoja ovat laskelmat nimelliskorolla tai reaalkorolla. Nimelliskorko vastaa tarkasteluvuoden korkoa, jolloin kustannuslaskennassa koko sijoitusperiodin kustannukset lasketaan kunkin tarkasteluvuoden rahanarvon mukaan. Reaalkorossa inflaation vaikutus on poistettu korkokannasta, jolloin laskelmissa kustannukset ovat vertailukelpoisia keskenään. (Brown & Matysiak 2000, 24–26.)

Essi Koivu on opinnäytetyössään (2015) esitellyt pääomankustannuksiin liittyviä laskelmia käyttäen WACC (Weighted Average Cost of Capital, WACC) -kaava. Kaava kertoo kustannukset koko pääomalle ja painottaa erät oman ja vieraan pääoman suhteen. Koivu on käyttänyt työssään esimerkkejä kerrostalojen asunhuoneistojen myymättömyydestä aiheutuvista kustannuksista ja esittänyt tarkat laskelmat rakennusyhtiölle aiheutuneista tappioista. Työssä kuvataan eritellysti tappioiden määrät asunhuoneiston muutamankin kuukauden myymättömyyden aikana. (Koivu 2015, 13, 31–35.) Koivun työ keskittyy asunhuoneistoihin ja niiden myymiseen, mutta kaavat ja esimerkit soveltuvat yhtä lailla toimitiloihin. Koivu on esitellyt WACC- ja CAPM-mallit työnsä teoriaosassa ja soveltanut niitä kerrostalon asunhuoneistoon esimerkkilaskelmia käyttäen, joten tässä työssä ei niihin perehdytä tarkemmin.

Pitoaika kuvaa ajanjaksoa, jolloin investointi on yrityksen käytössä ja tuottaa taloudellisesti. Pitoaikaa voidaan myös nimittää investointiajanjaksoksi. Investoinnin käyttöikää pystytään pidentämään korjauksilla, huolloilla ja käyttötarkoituksen muunnoksilla. Laskelmissa käytetään usein fyysistä käyttöikää, jolloin investointi on peruskäyttötarkoituksessaan. (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 217.)

Kiinteistösijoittamisessa pitoaikaa kutsutaan myös sijoitusperiodiksi. Kiinteistöjen ja toimitilojen kohdalla on ajateltava erikseen toimitilan elinkaari ja vuokralaisen liiketoiminnan elinkaari. Toimitilalla elinkaari on useita kymmeniä vuosia ja usein kohteeseen hankittavan ulkopuolisen rahoituksen kanssa samaa luokkaa. Liiketoiminnalla elinkaa- ren pituus vaihtelee toimialoittain ja markkinoiden mukaan, mutta on huomattavasti lyhempi kuin kiinteistön elinkaari. Liiketoiminnan elinkaari voi olla vain muutamia vuosia, jos toimiala on altis muoti-ilmiöille. (Miettilä & Olkkonen 1993, 158.)

Investoinnin jäännösarvo kuvastaa myyntituloja, joka realisoituu pitoajan jälkeen. Jäännösarvolla voidaan tarkoittaa myös luovutusarvoa tai romutusarvoa. Joissain tapauksissa jäännösarvo voi olla negatiivinen, jolloin investoinnin hävittämisestä tai eroon pääsemisestä tulee kustannuksia. Jäännösarvoa voi olla vaikea laskea ja jälkimarkkinoita arvioida, jos pitoaika on pitkä. Investoinnin kohteesta riippuen jäännösarvoa ei aina oteta kustannuslaskelmaan mukaan ollenkaan, koska se ei vaikuta investoinnin edullisuuteen. (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 218.)

Kiinteistöjen kohdalla pitoajat ovat usein pitkiä, joten jäännösarvoa ei voida varmuudella laskea. Kiinteistöjen ja toimitilojen arvot ovat suhteellisen suhdanneherkkiä, joten tulevaisuuden markkinatilanteita ja sitä kautta jäännösarvoa on haasteellista selvittää. Toimitilojen historiallisia arvoja vertailtaessa voi saada suuntaa antavan käsityksen toimitilojen hintojen yleisestä kehityksestä. Näiden tietojen pohjalta voi esittää oletuksia tulevasta kehityssuunnasta. (Miettilä & Olkkonen 1993, 158.)

### 2.2.1 Investoinnin kustannuslaskentamenetelmät

Investointien kustannuksia voidaan arvioida eri menetelmillä, jotka jaotellaan kahteen ryhmään. Peruslaskentamenetelmiä ovat nykyarvo-, annuiteetti- ja sisäisen korkokannan menetelmät. Toinen ryhmä on yksinkertaistetun menetelmät, jotka ovat pääoman tuottoaste- ja takaisinmaksuajan menetelmä. (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 2013–214.)

Nykyarvomenetelmä laskee kohteelle kustannukset sijoitusperiodin ajalta diskontattuna nykyhetkeen. Jokaisen vuoden tuotot ja kustannukset nykyarvoistetaan investoinnin hankintahetkeen laskentakorkokantaa käyttäen, jolloin saadaan tietää investoinnin kannattavuus. Nykyarvo lasketaan vähentämällä diskontatuista tuotoista ja diskontatusta jäännösarvosta diskontatut kustannukset. Kiinteistösijoittamisen pitkien pitoaikojen takia nykyarvomenetelmässä jäännösarvon osuus jää pieneksi. Diskonttauksessa käytetty laskentakorko syö kiinteistön arvoa, vaikka todellisuudessa kohde voi olla hyvinkin arvokas sijoitusperiodin lopulla. Nykyarvon tulee olla positiivinen, jotta investointi kannattaa tehdä. (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 218–220; Miettilä & Olkkonen 1993, 158; Knüpfer & Puttonen 2014, 109–110.)

Annuiteettimenetelmässä lasketaan investoinnin vuosittainen kustannus käyttämällä annuiteettitekijää. Annuiteettitekijä lasketaan käyttämällä laskentakorkokantaa ja investoinnin pitoaikaa ilmaistuna vuosina. Jokaiselle vuodelle lasketaan kustannukset (an-

nuiteetti), jotka saadaan kertomalla annuiteettitekijä investoinninkustannuksilla. Toisin sanoen annuiteettitekijän avulla hankintahinta pilkkoutuu tasasuuruiksi eriksi kohteen pitoajalle. Kohteen kannattavuus saadaan selville vähentämällä vuosituotosta käyttökustannukset ja investoinnin vuotuinen annuiteetti. Positiivinen tulos kertoo kannattavasta investointikohteesta. Kiinteistösijoittamisessa annuiteettimenetelmä ei välttämättä ole paras vaihtoehto, jos vuotuiset tuotot tai kustannukset vaihtelevat paljon. Jos esimerkiksi vuokralainen vaihtuu usein tai tyhjäkäyntiä on paljon, annuiteettimenetelmä ei anna todellista kuvaa kustannuksista. (Brown & Matysiak 2000, 17–19.)

Viimeinen esiteltävä peruskustannuslaskentamenetelmä on sisäisen koron menetelmä. Menetelmässä lasketaan, millä korkokannalla investoinnin nettonykyarvo on nolla. Investoinnin tuotot koko sijoitusperiodin ajalta tulee olla samalla tasolla kuin investoinnin hankintahinta ja sijoitusperiodin aikana kertyneet käyttökustannukset. Haluttu nollatulos saadaan käyttämällä valittua korkokantaa. Koron tulee olla suurempi kuin haluttu tuotтоваatimus pääomalle, jotta kohde on kannattava investointi. (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 221–222.)

Pääoman tuottoastemenetelmää kutsutaan yksinkertaistetuksi kustannuslaskelman menetelmäksi, koska se on helpotettu versio sisäisen korkokannan menetelmästä. Tässä menetelmässä ei huomioida sijoitusperiodin aikana syntyviä tuottojen eikä kustannusten eriaikaisuutta, mutta laskelmissa otetaan huomioon poistot tasaeräisinä. Pääoman tuottoastetta laskettaessa käytetään tunnuslukua ROI (Return On Investment). ROI:n kaava esitetään tarkemmin teoriaosuuden kohdassa 2.5. Kaavan perusidea on jakaa investoinnin tuotot kustannuksilla. Laskelmissa voi käyttää tuottoina joko investointiin sidottua koko pääomaa eli hankintahintaa tai keskimääräistä pääomaa, jossa on otettu myös jäännösarvo huomioon. (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 222–223.)

Takaisinmaksumenetelmä kertoo kuinka nopeasti investointi on maksanut itsensä takaisin. Laskelmassa verrataan kohteen kustannuksia vuotuisiin nettotuottoihin. Yksinkertaistetussa mallissa investoinnin hankintahinta jaetaan vuotuisella nettotuotolla, jonka oletetaan olevan vakio. Näin ollen tulokseksi saadaan se vuosimäärä, jossa investointi on maksanut itsensä takaisin. Jos nettotuotto vaihtelee kausittain, lasketaan yhteen niin monen vuoden tuotot, että hankintahinta tulee katettua. Mitä nopeammin pääoma saadaan takaisin yrityksen käyttöön eli tulokseksi saatu vuosimäärä on pieni, sitä kannattavampi investointi on. Takaisinmaksumenetelmä on yksinkertaistettu ja sen takia ei ota huomioon korkoja, inflaation aiheuttamaa rahanarvon heikkenemistä, sijoitusperiodin jälkeistä myyntivoittoa, eikä takaisinmaksuajan jälkeen tulevia tuottoja. Näi-

den takia menetelmä soveltuu paremmin kuvastamaan rahoituksen vaikutuksia investointia hankittaessa, kuin investoinnin kannattavuutta. (Brown & Matysiak 2000, 145–148; Knüpfer & Puttonen 2014, 113–114.)

### 2.3 Kirja-arvo ja markkina-arvo sijoitustoiminnassa

Arvon käsitteet ovat olennaisia arvonmäärittelyssä. Kohteella on olemassa kaksi eri hintaa ja ne ovat harvoin täysin samat. Ajatellaan tilannetta osakeyhtiön osakkeiden näkökulmasta. Yrityksen osakkeilla on taseeseen perustuva kirja-arvo, joka tunnetaan myös substanssiarvona (book value). Kirja-arvo lasketaan suhteuttamalla oma pääoma yritysten osakkeiden lukumäärällä. Näin saatu tulos kuvaa yrityksen osakekohtaista oman pääoman osuutta. Kirja-arvo on pääasiassa menneisyyteen perustuva luku, koska kirja-arvo muodostuu yrityksen edellisten vuosien voitoista ja yritykseen sijoitetusta summasta. (Knüpfer & Puttonen 2014, 93–94.) Toinen laskukaava kirja-arvolle on vähentää yrityksen varoista yrityksen velat. Jäänyt summa kuvaa sijoittajien saamaa osuutta yrityksestä, jos yritys lopettaisi toimintansa. (Investopedia 2016.)

Kirja-arvon lisäksi osakkeilla on markkina-arvo (market value), joka määräytyy julkisilla osakeyhtiöillä pörssissä tapahtuvan kysynnän ja tarjonnan mukaan. Osakkeen markkina-arvon vaihtelu on huomattavasti kirja-arvon vaihtelua suurempaa. Kirja-arvo päivittyy ainoastaan tilinpäätösten tai osavuosikatsausten yhteydessä. Markkina-hinta heijastelee analyytikoiden lausuntojen, uutisten ja yrityksen tiedotteiden luomaa mielikuvaa yrityksestä. Näiden lausuntojen pohjalta sijoittajat tekevät omat päätöksensä yrityksen arvosta ja toteuttavat kaupankäyntiä pörssissä. (Investopedia 2016.) Sijoittajat laskevat markkina-arvoon tulevaisuudessa saatavat tulot, jolloin arvo perustuu yrityksen tulevaisuuden näkymiin. Markkina-arvo kuvastaa yrityksen todellista arvoa, koska markkinoilla olevalla hinnalla sijoittajat toteuttavat toimeksiantonsa pörssissä. (Knüpfer & Puttonen 2014, 93–94.)

Listautuva yritys suunnittelee osakeantinsa eli määrittelee liikkeelle laskettavat osakkeet ja niille sopivan hinnan. Jos yritys on jo julkinen ja listautunut pörssiin, osakeannin hinta vastaa markkina-hintaa. Osakeannin ideana on saada oman pääoman ehtoista rahoitusta markkinoilta, jolloin hinta on tärkeää arvioida lähelle todellista hintaa. Tarkoituksena on saada kerättyä mahdollisimman suuri varallisuus markkinoilta, niin että kaikki liikkeelle laskettavat osakkeet menevät kaupaksi. Ideaalitulanteessa kysyntä ja tarjonta kohtaavat. Ainoastaan osakeannissa varat siirtyvät yritykselle. Jälkimarkkinoilla

eli osakeannin jälkeisessä kaupankäynnissä varat siirtyvät sijoittajien välillä. (Knüpfer & Puttonen 2014, 60–63.) Osakeannin, kirja-arvon ja markkina-arvon yhtäläisyyksiä kiinteistösijoittamiseen esitellään tarkemmin tämän työn empiirisessä osuudessa.

Sijoitustuotteilla on kaksi tapaa tuottaa. Ensimmäinen tuottotapa on pääoman arvonnousu, jolloin sijoitettu pääoma kasvattaa arvoaan. Pörssiyhtiöiden kohdalle arvonnousu tapahtuu takaisinsijoituksina. Tuloksesta osa jaetaan osakkeen omistajille osinkoina, mutta osa jätetään yritykseen investointeja ja muita kasvumahdollisuuksia varten. Takaisinsijoitettua osuutta ja arvonnousua pörssiyhtiöissä voidaan kuvata tunnusluvulla plowback ratio, joka on käänteisluku osinkoprosentille. (Knüpfer & Puttonen 2014, 134; Investopedia 2016.)

Toinen tuottotapa on saadut kassavirrat. Jossain sijoituskohteissa kassavirrat realisoiduvat vasta myyntitilanteessa, jolloin jatkuvia kassavirtoja ei ole. Osassa sijoituskohteissa kassavirrat ovat säännöllisiä ja tuottavat koko sijoitusperiodin ajan. Monet sijoituskohteet ovat näiden molempien sekoituksia, jolloin jatkuvia kassavirtoja syntyy, mutta niiden suuruus on epäsäännöllistä tai ylipäättään epävarmaa. Osakesijoituksissa kassavirtojen suuruus kuvastaa maksettujen osinkojen summaa. Sijoituskohteen kokonaistuotto saadaan laskettua molempien tuottotapojen yhteissummasta. Jossain tapauksissa tuotto voi olla negatiivinen, jos arvoa ei ole muodostunut tai kehitys on ollut alaspäin suuntautuvaa ja säännöllisiä kassavirtoja ei ole sijoitusperiodin aikana tullut. Tällöin myyntitilanteessa kohteen realisoinnissa lopputulos on sijoitetun pääoman arvoa pienempi. (Olkkonen yms. 1997, 14; Knüpfer & Puttonen 2014, 134.)

## 2.4 Toimitilojen arvonmuodostus erityspiirteiden mukaan

Toimitilamarkkinoilla sijoittajat käyttävät edellä kuvattuja investointilaskelman malleja arvioidessaan kohteen kustannuksia ja siitä vaadittavaa tuottoa. Näiden laskelmien pohjalta voidaan arvioida toimitilojen hintoja tai vuokratasoa. Investointilaskelmissa komponenteille voidaan asettaa eri hintoja ja vertailla miten muutokset vaikuttavat lopputulokseen. Kiinteistösijoittajat voivat arvioida tavoitetuottoa eli pyydettävää vuokraa myös tavoitekustannuslaskennan (target costing) avulla. Yleinen markkinataso määrittelee hinnan eli vuokran suuruuden. Tästä vähennetään tavoitevoitto, jolloin tulokseksi saadaan tavoitekustannus. Todelliset kustannukset on tarkoitus saada tavoitekustannusten tasolle tai jopa niiden alle. Tällöin voittomarginaalin osuus kasvaa ja hintaa pystytään pudottamaan kilpailijoihin nähden. (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 137–138.)



Vuokran suuruutta määriteltäessä on kustannusten lisäksi otettava huomioon asiakkaan näkökulma, kilpailijat ja omat tavoitteet. Arvoanalyysi VA (Value Analysis) on Lawrence D. Milesin vuonna 1950 kehittämä menetelmä lopullisen hinnan määrittämisen tueksi. Menetelmässä keskitytään kohteen ominaisuuksiin ja toimintoihin, joille lasketaan kustannukset tai arvioidaan niiden arvo. Hyödyttömiä ja ei-arvoa-tuottavia toimintoja pyritään välttämään tai niille ei lasketa kustannuksia. Kiinteistöjen tai toimitilojen kohdalle arvottomille toiminnoille tai ominaisuuksille ei aseteta hintaa. Niiden osuutta ei siis lisätä vuokran suuruuteen. (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 138.)

Toimitilamarkkinoilla useimmille kohteille lasketaan arvot samalla tavalla ja samaa kaavaa käyttäen. Todellisuudessa jokaiselle toimitilalle tulisi lisätä erikseen kohteen muodostama arvo perustuen sen ominaisuuksiin. Arvo määräytyy kohteen sijainnin ja ominaisuuksien mukaan ja kohteen arvo vaihtelee asiakkaan eli vuokralaisen mukaan. (Olkkonen yms. 1997, 73).

Kohteen arvon määrittämiseen ja sitä kautta tuottoon vaikuttavat toimitilojen ominaisuudet, jotka saavat aikaan kiinteistösijoittamisen osamarkkinat. Ominaisuuksia ovat toimitilan sijainti ja rakennuksen tai tilan fyysiset tekijät. Sijainnin osatekijöitä ovat etäisyydet keskeisistä palveluista tai kohteista, liikenneyhteydet, pysäköinnin mahdollisuus ja joukkoliikenne. Sijainnin muodostama tuottovaikutus riippuu toimitilan koosta, käyttötarkoituksesta ja vuokralla olevan yrityksen toimialasta. Tällöin sijainti ei automaattisesti luo arvoa, vaan arvo tulee määritellä jokaisen vuokralaisen kohdalla erikseen. Itse rakennukseen tai tilaan liittyviä ominaisuuksia ovat muun muassa tilan koko, kohteen kunto, rakennuksen pääkäyttötarkoitus ja kustannustehokkuus. (Olkkonen yms. 1997, 73–82; Pirounakis 2013, 6-7.)

Karri Kattelus on opinnäytetyössään (2015) esitellyt kulkuyhteyksien, pysäköinnin ja asiakasvirtojen vaikutuksen toimitilassa toimivan yrityksen myyntitulokseen. Jos kulkuyhteydet ovat hyvät ja lähietäisyydellä on riittävästi kohtuuhintaista pysäköintialuetta, on sillä positiivinen vaikutus yrityksen asiakasvirtoihin ja sitä kautta myyntituloihin. Samoin jos julkisen liikenteen pysäkit ovat riittävän lähellä ja kävelykadut menevät toimitilan ohitse, kasvattavat ne ohi virtaavien potentiaalisten asiakkaiden määrää. Molemmat seikat kasvattavat yrityksen mahdollisuuksia menestyä ja parantaa myyntitulostaan. Kattelus on esittänyt työssään pysäköintimahdollisuuksien vaikutuksen ostovoiman siirtymiseen ja vertaillut Turun, Mikkelin ja Vaasan lukuja. Lopputuloksena löytyi positiivinen yhteys asiakasvirtojen ja pysäköintipaikkojen välillä. Kattelus on arvioinut työ-

sään Toriparkin vaikutuksia Turun keskustan saavutettavuuteen. (Kattelus 2015, 29–36.)

Kiinteistöjen ja toimitilojen erityispiirteet muokkaavat markkinoita, jolloin kysyntä ja tarjonta eivät kohtaakaan samalla tavalla kuin muiden hyödykkeiden markkinoilla. Kiinteistöjen erityispiirteet aiheuttavat poikkeuksia ja ne estävät markkinoita toimimasta tehokkaasti. (Pirounakis 2013, 2). Ostajia ja sijoittajia on vain kourallinen, koska tarjolla olevat yksittäiset kohteet eivät vastaa kaikkien ostajien ja sijoittajien tarpeita. Näiden syiden takia sijoittaminen kiinteistöihin ei ole yhtä likvidiä kuin sijoittaminen esimerkiksi osakkeisiin. Epälikvidisyys on kiinteistösijoittamisen yksi suurimmista riskitekijöistä. (Miettilä & Olkkonen 1993, 34–35.)

Toimitilat ovat usein kooltaan isoja ja niiden muokattavuus on heikkoa. Toimitiloja on esimerkiksi vaikea pilkkoa pienemmiksi tiloiksi rakennusvaiheen jälkeen, niin että tilojen käyttötarkoitus ei kuitenkaan kärsisi. Usein toimitila on rakennettu palvelemaan vain valittuja toimialoja, jolloin niiden sopivuus ja toimivuus eivät vastaa kaikkien markkinoilla olevien ostajien kysyntään. Yhtälailla tilan muut piirteet, kuten tilan koko, rakennus- ja korjausvuosi, tilan kunto ja julkisivu luovat haasteita kiinteistösijoittajille. Tilan koko vaikuttaa sijoittajan saamaan vuokratuottoon etenkin liiketilojen kohdalla, koska yleisesti pienissä liiketiloissa neliövuokrat ovat sijoittajalle tuottoisampia kuin isot tilat. Toimistojen ja muiden toimitilojen koon kohdalla neliövuokrien ero ei ole yhtä suuri kuin liiketiloissa. Rakennuksen iällä ja kunnolla on myös suuri vaikutus vuokratuottoon. Vanhat ja imagoltaan arvostetut rakennukset ovat usein myös toimitilojen kysynnän kannalta keskeisillä paikoilla, jolloin näiden toimitilojen vuokratasot ovat yleensä korkeammalla verrattuna uusiin tiloihin. Näiden kaikkien piirteiden tulee palvella vuokralaisen tarpeita, jotta toimitila houkuttelee vuokralaisia ja luo kilpailua markkinoille. (Miettilä & Olkkonen 1993, 34–37, 45–47.)

Käyttötarkoitukseltaan poikkeava tai erikoistunut toimitila aiheuttaa myös tilan epälikvidisyyttä, koska käyttötarkoituksen muuttaminen on usein kallis ja aikaa vievä projekti. Käyttötarkoituksen sitovuus toimialaan vaikuttaa myös tilan kuluihin ja siitä saataviin vuokratuottoihin. Teollisuus- tai varastotilaksi luokitellusta toimitilasta tuotot ovat eri luokkaa verrattuna liiketiloihin. Hintaeron selittää käyttötarkoitukseen lisäksi sijainti, koska teollisuustilat ovat usein keskustan ulkopuolella rakennuksen ylemmissä kerroksissa ja liiketilat puolestaan ovat keskustassa ensimmäisissä kerroksissa. Toimitilan sitoutuneisuudessa on hyvä huomioida myös liiketoiminnan elinkaari. Jos tilalla on poikkeuksellinen käyttötarkoitus, aiheuttaa se epälikvidisyyttä, ja vajaakäytön riski kas-

vaa. Optimaalisessa tilanteessa toimitilan ja liiketoiminnan elinkaaret lähentelevät toisi-  
aan. (Haight & Singer 2005, 4-5.)

Kohteet ovat kiinteitä, jolloin ne ovat sijaintiin sidottuja. Ympäristön muutoksista huoli-  
matta kohde pysyy aina samalla paikalla, jolloin kiinteistömarkkinoilla kysyntä on rajat-  
tua. Jos tila on hyvällä paikalla eli mahdollisia käyttäjiä on markkinoilla paljon ja tilalle  
on paljon kysyntää, voi sijoittaja vaikuttaa vuokratasoon ylenevästi. Sama pätee myös  
toisinpäin. Jos toimitila sijaitsee epäsuotuisalla paikalla, voi sijoittajalle tulla tappiota  
tyhjillään olevasta toimitilasta. (Haight & Singer 382–383.)

Sijainti jakaa myös kiinteistömarkkinoita osamarkkinoiksi. Eri kaupungeissa ja eri mai-  
den välillä vuokratasoa tai kiinteistöjen hintoja ei voida suoranaisesti verrata. Jokaisella  
kaupungilla on omat päättäjät, toimintaperiaatteet ja rakenteelliset eroavaisuudet, jotka  
vaikuttavat toimitilan ympäristön kautta kiinteistömarkkinoihin. Toimitilan vuokratasoon  
tai arvoon vaikuttaa suuresti tilan mikrosijainti. Mikrosijainnilla tarkoitetaan kohteen  
asemoitumista ydinkeskustan, osakeskustojen ja liikenneyhteyksien kanssa. Vaikutus  
voi olla positiivinen ja kiinteistön arvoa nostava tai negatiivinen. (Pirounakis 2013, 3-5.)

Kiinteistöt ja toimitilat ovat ajallisesti pitkiä ja paljon pääomaa tarvitsevia investointeja,  
jolloin kiinteistösijoittaminen yhdistyy tiiviisti rahoitusmarkkinoihin (Miettilä & Olkkonen  
1993, 34–35). Sijoittajan solmimat rahoitussopimukset vaikuttavat vuokratasoon, koska  
lainan vastineeksi sijoittaja haluaa saada kohteestaan tasaista tuottoa. Näin ollen vuok-  
rasopimukset solmitaan pitkiksi ajoiksi, jolloin tasaisen kassavirta saadaan taattua.  
Kansantalouden nousu- ja laskukausien aikana vuokrataso vaihtelee pitkien- ja lyhyi-  
den vuokrasopimusten välillä. Sopimusten ajankohta ja pituus vaikuttavat vuokratuot-  
toihin, jolloin sijoittajan on osattava arvioida tuleva markkinakehitys maksimoidakseen  
voittonsa. (Miettilä & Olkkonen 1993, 44–45.)

Kiinteistöjen ja toimitilojen erityispiirteet muokkaavat markkinoita, mutta samalla piirteet  
aiheuttavat riskitekijöitä kiinteistösijoittamiseen. Sijaintiin liittyvät riskit ovat kiinteistöjen  
ja toimitilojen suurimmat riskit. Maiden ja kuntien väliset eroavaisuudet ja tilojen fyysi-  
set sijainnit vaikuttavat likvidiyteen ja sitä kautta kohteesta saatavaan tuottoon. Osto-  
päättös, joka on tehty huolimattomasti ja markkinoita tutkimatta, voi johtaa sijoittajan  
saaman tuoton menetykseen tai kohteen kannattamattomuuteen. Ympäristöön ja alu-  
eiden kaavoitukseen liittyvät muutokset vaikuttavat kohteen arvoon ja sitä kautta sijoit-  
tajan tuottoon. Ympäristö- ja kaavoitustekijät kuuluvat sijainnin tuomaan riskiin. (Haight  
& Singer 2005, 14–15, 22.)

Sijoituksen pitkä ikä saa aikaan epävarmuutta, koska tulevaisuuteen ja markkinatilanteeseen on vaikea antaa luotettavia ja paikkansa pitäviä ennusteita. Samalla tavalla kuin tulevien osinkojen ennustaminen, on kiinteistösijoituksista saatavan tuoton arvioiminen pitkällä aikavälillä haastavaa (Knüpfer & Puttonen 2014, 99).

Pitkän ajan investointi aiheuttaa riskitekijöitä myös rahoituksessa. Muutokset vieraan pääoman rahoituksen kustannuksissa ja inflaatiossa ovat todennäköisiä, jolloin epävarmuus sijoituksen kannattavuudessa kasvaa. Pitkällä aikavälillä muutoksia tulee vuokratuottoihin, koska harvoin sijoittaja saa solmittua vuokrasopimusta, joka tuottaisi koko investoinnin pitoajan. Samoin kiinteistön kustannukset vaihtelevat, koska toimitilan kunnon ylläpitäminen aiheuttaa vastikkeisiin ajoittain korotuksia. Toimitilan vajaa-käytön minimoimiseksi ja tuottojen varmistamiseksi sijoittajan on perehdyttävä vuokralaisen liiketoimintaan, toimialaan ja niiden kehityssuuntiin. Sijoittaja tulisi yhteen sovittaa liiketoiminnan ja kiinteistön elinkaaret, jolloin riski toimitilan käyttötarkoituksen ja toimialan sitoutuneisuuden välillä alenee. Sijoittajan on mahdollista vähentää riskitekijöitä ja samalla mahdollistaa tasainen tuotto perehtymällä vuokralaisen alaan ja huolehtimalla asiakassuhteistaan. (Pirounakis 2013, 152–153.)

Julkisen sektorin päätökset ja niiden pohjalta tehdyt säädökset tuovat kiinteistösijoittamiseen riskejä. Julkisen sektorin päätökset kaavoitukseen tai liikennejärjestelyihin vaikuttavat kiinteistön sijainnin tuomaan arvoon ja sitä kautta tuottoihin. Päätösten aiheuttamat muutokset tai uudet toimintasuunnitelmat voivat tehdä kohteesta epälikvidin, jolloin poliittinen riski muuttuu yllättävän suureksi tekijäksi kiinteistösijoittamisessa. Sääntelyistä ja säädöksistä johtuvat riskit esimerkiksi verotuksessa ja muissa sopimuksissa pakottavat sijoittajat pohtimaan sijoitusvaihtoehtojen eroavaisuuksia tuottoensa turvaamiseksi. (Miettilä & Olkkonen 1993, 144.)

## 2.5 Sijoituskohteiden tuotto

Sijoittajat keskittyvät kohteen hintaa ja arvoa määriteltäessä pitkälti pääoman tuotto-malliin. Heillä on tavoitteena saada aina vakiosuuruinen tuotto investoinnistaan, jolloin kohteen yksilöity arvonmuodostus jää vähemmälle huomiolle. Pääoman tuottovaatimus kertoo minimihinnan, jonka sijoittaja haluaa saada tuottona pääomalleen eli kyseessä on vaatimus alimmalle pääoman tuottoasteelle. Pääoman tuottovaatimus voidaan määritellä joko yhden vuoden osalta, jolloin puhutaan alkutuottovaatimuksesta tai koko sijoitusperiodin osalta, jolloin kyseessä on kokonaistuottovaatimus. Kokonaistuottovaati-

mus saadaan laskettua kun summataan riskitön korkotuotto ja riskipreemio. Riskittömän korkotuoton ajatellaan olevan sama kuin valtioiden takaamien velkakirjalainojen tuotto. Riskipreemio on se lisä tuottoon, jonka sijoittaja haluaa, koska joutuu kantaamaan riskiä sijoittamansa summan mahdollisesta menetyksestä. (Olkkonen yms. 1997, 133–134.)

Alkutuottovaatimus lasketaan seuraavasta kaavasta:

*Alkutuottovaatimus*

*= Reaalituottovaatimus + Odotettu inflaatio + Riskipreemio*

*– Nettokassavirtojen kasvuodotus + Ajanmukaistamiskustannukset*

Kaava 1. Alkutuottovaatimus (Olkkonen yms. 1997, 134).

Reaalituottovaatimus, inflaatio-odotus, riskipreemio ja ajanmukaistamiskustannukset merkitään prosenttiosuutena sijoitetusta pääomasta. Reaalituotto on sijoittajan haluama vuotuinen tuotto sidotusta pääomastaan. Inflaatio-odotus kertoo rahan arvon heikkenemisestä. Sijoittaja haluaa saada sidotulle pääomalleen tuottoa, jolloin rahan arvon heikkeneminen tulee ottaa huomioon tuottovaatimusta määrittäessä. Riskipreemio lasketaan jokaiselle kohteelle erikseen ja otetaan huomioon reaalituottovaatimuksen lisäksi. Nettokassavirtojen kasvuodotus on usein sama kuin vuotuinen inflaatio. Näin ollen kiinteistösijoittamisesta saatavien vuokratuottojen määrä ei todellisuudessa kasva, vaikka vuokria korotettaisiinkin. Joissain tapauksissa vuokrien korotus voi olla suurempaa kuin inflaatio tai vastaavasti toisinpäin. Ajanmukaistamiskustannukset kuvaavat kohteessa tehtävien remonttien tai huoltojen aiheuttamia kuluja. Ajanmukaistamiskustannukset lisätään tuottovaatimukseen, koska kohteen kassavirtojen ei haluta pienenevän alkuperäisestä tasosta. (Olkkonen yms. 1997, 134–135.)

Investoinnin tuottoastetta määriteltäessä on laskettava pääoman tuottoaste. Pääoman tuottoasteen voi laskea joko omalle pääomalle tai koko pääomalle. Useampaa kohdetta tai eri vuosien tuloksia vertailtaessa laskut tulee suorittaa aina samaa kaavaa käyttäen, jolloin tulokset ovat vertailukelpoisia. Oman pääoman tuottoastetta kutsutaan nimellä ROE (Return on Equity) ja koko pääoman tuottoastetta ROI (Return on Investment). (Olkkonen yms. 1997, 131–132.)

Koko pääoman tuottoaste ROI lasketaan vuosituottoina, jolloin rahan arvon heikkenemistä ei huomioida. Laskentakaava on seuraava:

$$\text{Koko pääoman tuottoaste (ROI)} = \frac{\text{Keskimääräinen nettotulos vuodessa}}{\text{Investoitu pääoma}}$$

Kaava 2. Pääoman tuottoaste (Knüpfer & Puttonen 2014, 112).

Investoitu pääoma pitää sisällään oman ja vieraan pääoman erät. Investoituun pääomaan voidaan arvioida kohteen kuluminen, jolloin summa on ilmoitettu sijoitusperiodin keskimääräisenä arvona. Investoinnin pääoma koostuu hankintahinnasta, mutta siihen voidaan lisätä myös jäännösarvo. Nimittäjän pienentyessä lopputulokseksi tulee suurempi pääoman tuottoaste. (Knüpfer & Puttonen 2014, 112–113.)

Jos kohteeseen ei ole käytetty vierasta pääomaa, antaa ROI ja ROE saman tuloksen. Oman pääoman tuottoastetta laskettaessa kaava on seuraava:

$$\text{Oman pääoman tuottoaste ROE} = \frac{\text{Keskimääräinen nettotulos vuodessa}}{\text{Oma pääoma}}$$

Kaava 3. Oman pääoman tuottoaste (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 280).

Osoittaja voidaan laskea myös keskimääräisistä kassavirroista, joista vähennetään vieraan pääoman kustannukset eli lainan lyhennykset korkoineen. Oman pääoman tuottoaste tulisi olla korkeampi kuin vieraan pääoman tuottovaatimus. Tämä selittyy oman pääoman vakuudettomuudella verrattuna rahoituslaitosten vaatimiin lainojen vakuuksiin. Näin ollen omalle pääomalle korkeampi tuottoaste on riskilisää. (Olkkonen yms. 1997, 132–133; Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 280–281.) Molemmissa laskutavoissa on huomioitava, että tulos kertoo vuosikohtaisen arvon. Komponenttien muuttuessa, esimerkiksi toimitilojen kohdalla vuokratulojen vaihtuessa, laskelmat eivät ole enää todenmukaisia. Näin ollen laskelmat on tehtävä uudestaan vaihtuneilla tiedoilla.

Kiinteistö tai toimitila on yleensä kohtuullisen suuri investointi, jota ei kokonaisuudessaan pystytä pelkällä omalla pääomalla rahoittamaan. Toisinaan on myös tuottavuuden kannalta järkevää käyttää kohteen rahoitukseen vierasta pääomaa vipuvaikutuksen takia. Vipuvaikutuksella tarkoitetaan vieraan pääoman ehdoilla saatavaa lisätuottoa omalle pääomalle. Vivutuksen vaikutus korostuu, jos vieraan pääoman määrä on suurempi osa rahoituksesta kuin oman pääoman osuus. Vipuvaikutusta laskettaessa käytetään apuna edellä esitettyjä kaavoja ROI ja ROE. Lisäksi laskentaan tarvitaan tiedot vieraan pääoman määrästä ( $V$ ), vieraan pääoman korosta ( $i_v$ ) ja oman pääoman määrästä ( $O$ ). Vipuvaikutus lasketaan kaavasta:

$$ROE = ROI + (ROI - i_v) \times \left(\frac{V}{O}\right)$$

Kaava 4. Vipuvaikutus (Miettilä & Olkkonen 1993, 145).

Kaavasta saatu tulos kertoo oman pääoman tuoton, johon on lisätty vipuvaikutus. Jotta tuloksesta saadaan positiivinen ja vipuvaikutus tuo lisätuottoa omaan pääomaan, on ROI:n oltava vieraan pääoman korkoa suurempi. Jos  $ROI < i_v$ , vipuvaikutus muuttuu negatiiviseksi ja oman pääoman tuotto laskee. (Olkkonen yms. 1997, 162–164; Miettilä & Olkkonen 1993, 144–146.)

Pääoman tuottomallissa sijoittaja haluaa saada tuottoa investoinnin aiheuttamien kulu-  
jen lisäksi. Tällöin kohteen kulut ja tuotot lasketaan vuokran määrään ja jäävät vuokra-  
laisen maksettavaksi. Näin ollen investoinnista aiheutuva riski kasaantuu loppupeleissä  
kokonaan vuokralaisen huolehdittavaksi. Riski ei jakaudu oikeassa suhteessa toimijoi-  
hin nähden.

Sijoituskohteen tuottojen ja siitä johdettavan riskin jakautumista voidaan laskea käyt-  
tämällä yksinkertaista katetuottolaskelman kaavaa. Myynnistä vähennetään muuttuvat  
kulut, jolloin saadaan katetuotto. Katetuotosta vähennetään kiinteät kulut, jolloin tulok-  
seksi saadaan kohteen tuotto. (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 67.)

Myyntituotot	
- Muuttuvat kustannukset	
= Katetuotto	
- Kiinteät kustannukset	
= Tulos	

Kaava 5. Katetuottolaskelma (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 67).

Toimitilojen katetuottoa laskettaessa myyntiä kuvaa toimitilasta saatava vuokra. Kuluis-  
sa on otettava huomioon kahdenlaiset menoerät, jotka lajitellaan erikseen. Kiinteistösi-  
joittamisessa muuttuvia kuluja ovat esimerkiksi toimitilaan kohdistuvat vesimaksut ja  
sähkölaskut. Muuttuvat kulut vaihtelevat käytön mukaan ja ovat suoraan vuokralaisen  
maksettavana. Näin ollen muuttuvista kuluista riskin kantaa vuokralainen. Useimmiten  
sijoittajat vaativatkin vuokralaista tekemään oman sopimuksen sähkölaitoksen kanssa,  
jolloin laskut menevät automaattisesti vuokralaiselle. Katetuotosta vähennettävät kiin-  
teät kulut ovat hoito- ja rahoitusvastikkeet, joiden hinta ei vaihtele kausien sisällä. Kiin-

teisiin kuluihin kuuluvat myös rahoituksesta johtuvat kustannukset ja voittomarginaali. (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 68). Kiinteiden kulujen osuus on sijoittajan vastuulla, mutta ne on usein upotettuna vuokralaisen maksamaan vuokraan.

Edellä esitetyn katetuottolaskelman mukaan kuluista aiheutuvat riskit ovat kohdistettuna vuokran muodossa vuokralaiselle. Sijoittaja kantaa riskiä ainoastaan saatavista tuotoista eli vuokratuloista. Vuokralainen puolestaan saa varat vuokran maksuun omasta yritystoiminnastaan, jolloin koko kohteen riski on pääosin painottunut vuokralaisen hartioille.

Kohteen tuottoa arvioitaessa aloitetaan katetuottolaskelman kriittisenpisteen (break even point) laskemisesta eli nollatuotto mallista. Katetuottolaskelmasta haetaan kohteelle hintaa, jolla se voidaan asettaa markkinoille tuottamatta tappiota sijoittajalle. Minimivuokra saadaan määriteltä aloittamalla laskelma alhaalta ylöspäin. Kriittisenpisteen laskennassa voitto eli kohteesta saatava tuotto merkitään nollassi. Edellä todettiin kiinteiden kulujen olevan aina vakio, joten ne tulee merkitä todellisten vastikkeiden suuruiseksi. Tuoton ollessa nolla katetuoton on oltava yhtä suuri kiinteiden kustannusten kanssa. Käytännössä katetuotto on se summa, jolla kohde voitaisiin minimihinnalla laittaa vuokralle, koska muuttuvat kulut ovat jo vuokralaisen maksettavana. Jos kuitenkin muuttuvat kulut tulevat välillisesti sijoittajan maksettavaksi, on ne huomioitava vuokranhinnassa. Muuttuvat kulut voidaan laskea keskimääräisestä kulutuksesta ja yksikköhinnasta. (Neilimo & Uusi-Rauva 2010, 67–71; Olkkonen yms. 1997, 161.)

Vuokralaisen tulee maksaa edellä esitetyt kriittisenpisteen laskennassa ilmenneet kulut, jotta toimitila on sijoittajalle kannattava. Kun kohteelle määritetään todellista arvoa eli vuokran suuruutta, lisätään nollatuotto malliin vielä arvonmäärytyksestä saatu summa. Kohteen lisäarvo luo hintakilpailukykyä ja on se osa kohteen kokonaistuotosta, joka tulee voittona sijoittajalle. Tuotosta osa menee pidemmällä aikavälillä toimitilan parannuskorjauksiin ja tilan arvoa kohentaviin toimiin. Tämän kaavan mukaan kohteen kokonaisarvo muodostuu todellisten tekijöiden mukaan ja vuokrataso vastaa markkinoita.

Kiinteistömarkkinoilla ja ylipäättään markkinoilla on kahden tyyppisiä sijoittajia: aktiivisia ja passiivisia. Aktiiviset sijoittajat uskovat päihittävänsä markkinat ja sitä kautta saavan keksimääristä parempaa tuottoa sijoituskohteistaan. Aktiiviset sijoittajat (stakeholder) etsivät markkinoilta jatkuvasti uusia kohteita ja ovat valmiita tekemään uhrauksia ja muutoksia paremman tuoton toivossa. Passiiviset sijoittajat (stakeowner) ovat todelli-



suudessa enemmän omistajia kuin sijoittajia. He tyytyvät markkinoita vastaavaan keskimääräiseen tuottoon ja olettavat tuoton tulevan itsestään. (Brown & Matysiak 2000, 497.) Pääoman tuottomallia käyttävät sijoittajat luokitellaan passiiviseen ryhmään. He ovat kerran tehneet laskelmat ja olettavat niiden perusteella tehtyjen päätösten vastaavan markkinoiden odotuksia. Sijoittaja, joka haluaa jatkuvasti kehittää toimintaansa ja kohteen arvon muodostumista, on aktiivinen sijoittaja. Taloudelliseen hintakilpailukykyyn paneutuva sijoittaja on aktiivinen, koska hän toimii joustavasti markkinoilla pyrkien parantamaan tuottomahdollisuuksiaan.

Kiinteistösijoittamisessa voitonjako menee samalla kaavalla kuin muissakin sijoittamisen muodoissa, mikä perustuu kirjanpitoasetukseen. Yrityksen saamasta liikevoitosta maksetaan ensin pääomanpalautuksena finanssilaitoksille vieraanpääoman lyhennykset korkojen kanssa. Samalla tavalla kiinteistösijoittaja maksaa kohteeseen otetun lainanlyhennykset korkoineen pankille. Sen jälkeen voitosta maksetaan verot kunnalle ja valtiolle. Loppuosuudesta osa sijoitetaan takaisin yritykseen investointeja varten ja osa jaetaan osingonjakopolitiikan mukaan omistajille voittoina. Samalla tavalla kiinteistösi-joittaja voi osan voitosta sijoittajaa takaisin toimitilaan tulevia korjausremontteja varten. (Kirjanpitoasetus 30.12.1997/1339.) Kiinteistösijoittaja maksaa veroja vuokratuloista ja mahdollisista myyntivoitoista pääomatuloveroprosentin mukaan, joka on vuonna 2016 30 % ja yli 30 000 € menevästä osuudesta 34 %. Vuokralainen eli toimitilassa toimiva yritys maksaa yhteisöveroja, joka on vuonna 2016 20 % yrityksen tuloksesta. (Olkko-nen yms. 1997, 170; Verohallinto 2016.)

### 3 TURUN KESKUSTAN TOIMITILOJEN TUOTTAVUUS

Turun keskustan tyhjäkäynti on suhteellisen korkealla tasolla, ja koko keskustan alue alkaa näivettyä. Kattelus on opinnäytetyössään (2013) selvittänyt Turun keskustan erikoisliikkeiden määrän pienentyneen neljänneksen vuodesta 2001. Keskustan liikevaihdossa ei myöskään ole ollut kasvua samalla tavalla kuin esimerkiksi Turun ympärys-kunnissa. Keskusta ei herää itsestään henkiin, vaan sijoittajien on aktiivisuudellaan aloitettava vastuun ottaminen toimitilojen kysynnän kasvamisesta. Yritystoiminta on muuttunut, eikä nykyään suuryrityksiä ole enää samassa määrin kuin ennen. Nykymaailmassa mukana on paljon mikro- ja pienyrityksiä, jotka ovat keskittyneet niche-markkinoihin eli laajemmasta markkinasegmentistä erotettuun osaan. Yritystoiminnan aloittamista ja ylipäättäen sääntelyä helpotetaan koko ajan, jotta uusia kasvutarinoita syntyisi.

Toimitilamarkkinat eivät ole pysyneet yritystoiminnan muutoksessa mukana. Nykyään tarjotaan vanhoja malleja uutta ja moderniutta hakeville yrityksille. Tämä on Turun keskustan näivettymisen ongelma, johon uudet mallit ovat ainoa ratkaisu. Yritystoiminnan muuttuessa tulisi kiinteistösijoittamisen malleja kehittää vastamaan markkinoiden kysyntää. Koivu on opinnäytetyössään (2015) esittänyt, miten kohteen likvidisyys muuttuu, jos markkinahinta ei ole kohdillaan. Sama tilanne on käynyt Turun keskustan toimitilojen kanssa. Toimitiloja ei ole osattu arvottaa oikein ja markkinahinta on laskettu väärin tai sitä ei ole osattu laskea ollenkaan. Toimitilat alkavat ammottamaan tyhjyyttään ja keskusta jatkaa näivettymistään. Toimitiloista muodostuu sijoittajan salkkuun epälikvidejä kohteita, joita ei saada helposti muutettua käteisvaroiksi. Samalla kohteet syövät tyhjäkäynnillään sijoittajan varallisuutta, jota ei mahdollisesti saada missään vaiheessa enää paikattua.

Tässä empiirisessä osiossa esitellään toimeksiantajan kehittämä joustava tuottomalli kiinteistösijoittamiseen, ja tavoitteena on saada mallin tehokkuus julkiseen tietoisuuteen. Mallin tehokkuus perustellaan havainnollistavin esimerkein ja sitä vertaillaan nykyiseen tasaisen tuoton malliin. Toimeksiantajan mallissa kiinteistöjen ajatellaan toimivan kuin osakkeet, jolloin sijoittamisen tyylikin muuttuu. Empiirisen osion joustava tuottomalli ja sen komponentit esitellään toimeksiantajan haastattelun pohjalta. Mallin todentamiseen ja perustelemiseen on käytetty markkinoilla olevaa dataa.

### 3.1 Dynaamisen mallin tausta

Kiinteistöt mielletään usein passiiviseksi sijoituskohteeksi, joista kerätään tasaista vuokratuottoa panostamatta sijoitustoimintaan. Koska kiinteistöjen ympäristöt ovat muuttuvia ja dynaamisia, ei kiinteistösijoittaminen voi olla passiivista. Sijoittamisessa passiivisuus on mahdollista vain, jos yhtiö itsessään toimii aktiivisesti tai jos sijoituskohte on aktiivisesti hoidettuna, kuten rahastojen kohdalla. Kahden passiivisen komponentin yhtälö tuottaa negatiivisen kehityksen ja sitä kautta negatiivisen tuloksen. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.)

Kiinteistösijoituksella on samalla tavalla pääoma-arvo ja tuottoarvo kuin muillakin sijoituskohteilla. Pääoma-arvo realisoituu myyessä ja tuottoarvo kassavirtoina vuosittain. Pääoma-arvo vastaa myyntitilanteessa kohteen hintaa niin pörssiosakkeilla kuin kiinteistöilläkin. Jos myyntihinta on ostohintaa korkeampi, on kohteen arvoa saatu nostettua. Pörssiosakkeille tuottoarvoa kuvastavat osingot ja kiinteistösijoittamisessa kuu-kausittain saatavat vuokratuotot. Kyseisessä ajattelumallissa, jossa kiinteistöt toimivat samalla tavalla kuin muutkin sijoituskohteet, voidaan kiinteistöjen arvonnousun määrittelyssä käyttää plowback ratiota. Pörssiyhtiöiden kohdalla yritys jättää osan voitoistaan yritykseen, koska uskoo kasvumahdollisuuksiinsa ja kykynsä nostaa yrityksen arvoa. Kysymykseksi herää, voiko kiinteistösijoittaja sijoittaa vuokralaisen yritystoimintaan, jos uskoo liikepaikan arvoon ja tuottomahdollisuuksiin? (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.)

Kiinteistösijoittajan tulisi ajatella samalla tavalla ja toimia samojen periaatteiden mukaan kuin osakesijoittaja. Kiinteistöt tulisi rinnastaa osakkeisiin. Osakesijoittaja vertailee markkinahintoja ja pörssikursseja sekä tekee niiden pohjalta osto- ja myyntipäätökset salkun tasapainon ja riskitason ylläpitämiseksi. Salkku on hajautettuna ja salkun tilaa tarkkaillaan jatkuvasti. Kiinteistöjen kohdalla asia pitäisi hoitua samalla aktiivisella tavalla ja sijoittajan tulisi tarkkailla omia kiinteistöjään ja niiden arvoja. Vaikka kiinteistöt ovat pitkän ajan sijoituksia, ei sijoittajan ole tarkoitus omistaa niitä lopun ikäänsä. Sijoittaja tekee ratkaisut ja myy kiinteistön, kun sen arvo on kasvanut myymiselle suotuisaksi. Vaikka osakesijoittaja noudattaisi *osta ja pidä* -taktiikkaa, myy hänkin osakkeensa, kun pörssikurssi on nostanut osakkeen arvon riittävän korkealle. 100 000 €:n osakesalkun tavoin 100 000 €:n kiinteistökin vaatii hoitoa.

Sijoittaja voi hajauttamalla lisätä tuottoa muuttamatta kuitenkaan riskiprofiilia. Osakesalkku on tyypillisesti hajautettu ajallisesti ja toimialakohtaisesti sekä maantieteellisten operatiivisten alueiden ja yhtiöiden ominaisuuksien kesken, jotta sijoittamisen riski saadaan minimoitua. (Oksaharju 2013, 126–165.)

Sijainti on kiinteistösijoittamisen olennaisin riski, joka on todellisuudessa kaupungin kaavoituksen aiheuttamaa poliittista riskiä. Kaupungin kaavoitukseen liittyvät päätökset tehdään neuvostoissa ja valtuustoissa, jolloin kaavoitus pyritään toteuttamaan yleisen edun mukaisesti. Kenen etua todellisuudessa ajetaan kun puhutaan yleisestä edusta? Kaupungin keskustaa koskevia päätöksiä tehdessä saatetaan kysyä parannusehdotuksia yrityksiltä, jotka jo toimivat keskustassa. Jos kuitenkin tarkoituksena on elävöittää kaupunkia, olisi realistisempaa kysyä sama asia yrityksiltä, jotka haluttaisiin toimimaan kaupungin ytimeen. Vaikka nykyiset yritykset pärjäävät tälläkin hetkellä keskustassa hyvin, eivät uudet yritykset ole halukkaita siirtämään tilojaan sinne. Poliittiset päätökset vaikuttavat kiinteistösijoittamisen riskiin ja sitä kautta tuottoihin. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.)

Yhden kiinteistön arvo voi vastata kymmenen yrityksen sisältämää osakesalkkua, jolloin kiinteistösijoittamisessa hajauttaminen ei onnistu samalla tavalla kuin osakesijoittamisessa. Harvalla sijoittajalla on mahdollisuutta hankkia salkkuunsa kymmentä kiinteistöä tai osakehuoneistoa hajautetusti eri alueilta, jolloin yhden kiinteistön omistaja ei pysty alentamaan riskiä hajauttamalla. Riskin vähentäminen tai vastaavasti tuoton lisääminen tapahtuu salkun ulkoisten tekijöiden kautta. Kiinteistösijoittajan tulee olla aktiivinen kiinteistön ympärillä tapahtuvissa muutoksissa, jolloin riskitason alentaminen tapahtuu käytännössä vaikuttamalla. Passiivinen sijoitustyyli lisää riskiä, koska silloin kiinteistöjen ympäristössä ei tapahdu sijoittajan edesauttamia muutoksia. Vaikuttaminen kohteen ympärillä tapahtuviin suunnitelmiin ja muutoksiin sekä yhteistyö muiden lähialueen sijoittajien kanssa takaa kohteen arvon nousun ja sitä kautta auttaa vähentämään sijoittamiseen kohdistuvaa riskiä. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.)

Kiinteistösijoittajan ympäristö toimii dynaamisesti, ja aktiiviset elementit saavat aikaan muutoksia. Muutoksiin on pystyttävä vaikuttamaan, jotta epäedullisilta päätöksiltä vältytään. Muutoksilla tarkoitetaan esimerkiksi kaupungin kehittymistä päättäjien näkemysten mukaan, jolloin kehitys voi olla vuokralaisen liiketoiminnan ja myös sijoittajan kannalta hyödytön tai jopa tuhoisa. Sijaintiin ja kulkuyhteyksiin liittyvät poliittiset päätökset saattavat aiheuttaa suuria tappiota ja arvon menetyksiä, jos niihin ei osata puuttua riit-

tävän ajoissa. Sen takia sijoittajan on oltava ulospäin aktiivinen, jotta päätöksissä huomioidaan monialaisesti erilaisia näkökulmia. Päätäjillä on usein omat intressit asioiden läpiviemiseen. Samalla heidän tietotaitonsa ei välttämättä riitä tutkimaan asiaa tarpeeksi, jotta negatiiviset vaikutukset osattaisiin ottaa huomioon. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.)

Kiinteistösijoittamisen riskin alentaminen tarkoittaa myös yhteistyötä toisten kiinteistösijoittajien kanssa. Yhteisvoimin paikallista kehitystä saadaan vietyä eteenpäin ja kohteiden tuottavuutta tehostettua. Kaupungin kehittyminen vie aikaa ja muutokset näkyvät vasta pitkän ajan päästä. Ylipäänsä kiinteistösijoittamisen ympäristön dynaamisuus on vaikeasti havaittavissa, koska hitaita muutoksia ei nähdä. Tämän takia kiinteistösijoittamista ajatellaan passiiviseksi sijoittamiseksi ja kiinteistöjen arvoa ei osata määritellä ympärillä tapahtuvien muutosten takia. Useimmiten kiinteistölle osataan määrittää arvo vasta kun kohde myydään, jolloin arvo realisoituu.

Kiinteistön ympäristön voi esittää vyöhykkeissä, joihin vaikuttamalla riskitasoa saadaan muutettua. Ensimmäinen vyöhyke on sijoittajan kontrollissa oleva eli koskee kiinteistöä tai toimitilaa. Kontrollialueella sijoittaja pystyy vaikuttamaan suoraan ja vaikutukset näkyvät nopeasti. Sijoittaja pystyy kontrollialueella kehittämään vuokralaisen toimintaa kannattavammaksi ja kehittämään tilaa markkinoille suotuisammaksi. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.)

Seuraavaan vyöhykkeeseen sijoittaja pystyy vaikuttamaan välillisesti ja vyöhyke kattaa kiinteistön lähiympäristön. Toimitilan ympärillä olevat palvelut kasvattavat kohteen arvoa ja sitä kautta vähentävät sijoituksen riskiä. Sijoittaja pystyy epäsuorasti vaikuttamaan lähialueen toimintaan ja yhteistyössä alueen muiden sijoittajien kanssa luomaan alueesta houkuttelevan. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.) Tiivis yhteistyö auttaa kehittämään alueella tarjottavien palvelujen monipuolisuutta ja sitä kautta herättämään kiinnostusta niin asiakkaisissa kuin muissa yrityksissäkin. Lähialueen välillisessä vaikutusalueessa sijoittajan tulee olla aktiivinen myös alueen päätöksissä, jotka liittyvät toiminnan muuttumiseen ja alueen kehityskohteisiin.

Kolmas vyöhyke on alue, johon ei voi vaikuttaa tai vaikutusmahdollisuudet ovat huomattavasti pienemmät. Tämä alue kattaa koko kaupungin tai kunnan, kun toiseen vyöhykkeeseen kuuluu vain pieni osa kaupungista. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.) Turun kohdalla toinen vyöhyke voi olla esimerkiksi ydinkeskusta ja kolmas vyöhyke koko Turun kaupunki. Kolmanteen vyöhykkeeseen

vaikuttaminen on haasteellisempaa ja toiminnan eteenpäin vieminen vaatii taakseen suuremman kannatusjoukon. Jos useasta kiinteistösijoittajasta kertyy tiivis ja samaa kehitystä kannattava joukko, on heillä paremmat mahdollisuudet päästä vaikuttamaan myös kolmatta vyöhykettä koskeviin päätöksiin.

Poliittisten päätösten vaikuttamista kiinteistösijoitukseen käsitellään toisessa opinnäytetyössä, joten tässä ei perehdytä siihen enempää. Tämän opinnäytetyön oleellisen ymmärtämisen kannalta on kuitenkin tärkeää havainnollistaa politiikan vahva sidonnaisuus kiinteistösijoittamiseen.

### 3.2 Dynaaminen malli

Toimeksiantaja on esittänyt kiinteistösijoittamiseen mallin, jota on käytetty Suomessa jo 1990-luvulla menestyksekkäästi. Tuolloin markkinoilla olevista toimitiloista toimeksiantajan tiloissa tyhjäkäyntiä ei juurikaan ollut ja tuotto oli keskivertoa parempaa. Malli toimii joustavasti markkinoiden mukaan ja arvioi hinnan sopivaksi kohteen ominaisuuksien mukaan tyydyttäen vuokraajan tarpeet. Nykytilanteessa, jos markkinat ja kysyntä asettaisivat hinnan toimitiloille, todennäköisyys Turun keskustassa oleville tyhjille toimitiloille pienenisi. Tyhjätkä toimitilat kielivät, että vuokran suuruutta ei ole laskettu vastaamaan toimitilan arvoa nykyisessä markkinatilanteessa ja sitä kautta vastaamaan markkinoiden kysyntään.

Kiinteistöistä saatavaa tuottoa tulisi ajatella pitkällä aikavälillä, jolloin huomion keskipisteenä ei saisi olla ostohetken uponnut kustannus. Usein ajatellaan lyhytnäköisesti, jolloin tavoitteena on saada mahdollisimman suuret korvaukset vuokralaiselta. Tämä ajattelu kostautuu markkinatilanteen muuttuessa ja suhdanteiden laskiessa, jolloin toimitilassa toimivalla yrityksellä ei ole enää varaa maksaa vuokraa. Ketjureaktiona yritys menee konkurssiin ja tila jää tyhjilleen. Sijoittaja kärsii rahalliset tappiot tilaan kohdistuvien vastikkeiden takia. Toimitila puolestaan menettää arvoaan ja houkuttelevuuttaan, kun se on pitkään tyhjillään. Sijoittajan on haasteellista saada heikossa markkinatilanteessa uutta vuokralaista, jos sijoittajan vaatima vuokrataso on samaa luokkaa kuin nousukaudella edellisen vuokralaisen kanssa. Tilanne aiheutuu staattisen tuottomallin lyhytnäköisestä tuottoajattelusta, jolloin pitkällä aikavälillä tapahtuvia muutoksia ei osata ennakoita. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.)

Toimeksiantajan käyttämässä mallissa määritellään minimivuokrataso, joka perustuu toimitilan kiinteisiin kustannuksiin teoriaosassa esiteltyyn katetuottolaskelman tavoin. Vuokralaiselta pyydetään vähintään hoito- ja rahoitusvastikkeiden suuruista vuokraa, jolloin sijoittajalle ei aiheudu negatiivista kassavirtaa. Vuokrasopimuksessa sovitaan sijoittajan lisätuotosta, joka on sidottu esimerkiksi tilassa toimivan yrityksen liikevaihtoon tai käyttökatteeseen. Vuokran suuruus voi vaihdella kuukausittain, mutta pitkän ajan sijoituskohteena muutaman kuukauden heikko vuokratuotto ei vaikuta kokonaistuottoon. Sijoittaja voi myös sopia vuokralaisen kanssa prosenttiosuuden tai summan, jonka yli vuokra ei nouse. Sijoittaja on silloin määritellyt kohteesta haluamansa maksimi tuoton, joka on kiinteistön tuottotavoitteiden mukainen. Vuokralaisena toimiva yritys pystyy tällöin investoimaan enemmän omaan toimintaansa, koska vuokratulot eivät nouse loputtomiin samassa suhteessa liikevaihdon kasvun kanssa. Investointi mahdollistaa kasvun ja markkina-aseman parantamisen, jolloin yrityksellä on paremmat näkyvät toimia alalla pitkään suhdanteidenkin muuttuessa. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.)

Vuokra muodostuu kahdesta osasta: kiinteästä ja joustavasta osasta. Kiinteä osa on vastikkeiden suuruinen ja se tulee aina vuokralaisen maksettavaksi. Kiinteän osan päälle tulee joustava tuotto-osa, joka määräytyy markkinatilanteen mukaan. Sijoittaja määrittelee tuotto-osan muodostumisen yritysanalyysin avulla, jolloin se vaihtelee vuokralaisen mukaan. Vuokra muuttuu joustavaksi, jolloin vuokralaiselle se alkaa käyttäytyä kuin muuttuva kustannus. Vuokran suuruus vaihtelee yleisen markkinatilanteen ja yrityksen toiminnan mukaan. Tarkastelujaksoksi voidaan sopiva 3 kuukautta tai vuosi, jakson pituus riippuu vuokrasopimuksen pituudesta. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.)

Tilanteessa, jossa yrityksellä menee heikosti ja käyttökate tai liikevaihto painuu negatiiviseksi, sijoittajalta jää tuotot saamatta. Kuitenkaan sijoituskohte ei tuota negatiivista kassavirtaa, koska minimivuokrataso on määrätty vastikkeiden mukaan. Yritystoiminnalle jää enemmän varoja, koska kulurakenteen jouston seurauksena vuokraan ei mene huomattavia summia. Säästöön jääneillä varoilla vuokralaisen on mahdollista saada toimintansa taas kasvu-uralle. Normaali tilanteessa vuokrien korkea taso tai ylipäättään massiiviset kustannukset pakottaisivat yrityksen lopettamaan toimintansa tai hakeutumaan konkurssiin. Joustavamman vuokran ansioista tila ei jää tyhjilleen, jolloin liikepaikan arvo säilyy, sijoittaja ei tee tappiota ja uutta vuokralaista ei tarvitse alkaa etsimään. Kuten edellä jo todettiin, hetkellisesti matala tuotto tai pääoman nollatuotto ei vaikuta

pitkän ajan sijoitukseen, jos sijoitus ei kerrytä negatiivista kassavirtaa. Kysymykseksi herää, miksi sijoittaja ei haluaisi parantaa liiketoimintaa ja sitä kautta varmistaa omaa sijoitustuottoaan.

Sijoittaja alkaa taas saamaan kohteesta tuottoa, kun markkinatilanne kohenee ja yritys saa toimintansa uudestaan kasvamaan. Sopimukseen voidaan lisätä kohta, jossa ilmaistaan sijoittajan oikeutta vaatia tilanteen kohentuessa astetta suurempaa vuokraa. Sijoittaja saa tällä tavoin takautuvasti tuottoa myös ”menetetyltä ajalta”. Sijoittaja on ikään kuin lainannut vuokralaiselle pääomia, jotka jälkeinpäin pääomitetaan eli peritään takaisin.

Kun tilanne kohentuu, voi sijoittaja taata vuokralaisen pysymisen sopimukseen sidottujen kovenanttien avulla. Sopimuksessa sijoittaja lupaa alentaa laskusuhdanteen aikana vuokraa kiinteiden kulujen suuruiseksi ja vuokralainen sitoutuu pysymään vuokralaisena esimerkiksi viisi vuotta. Kovenantiksi laitetaan sakkomaksu, jonka vuokralainen joutuu maksamaan, jos lähtee tilasta aikaisemmin. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.) Näin molemmat sitoutuvat yhteistyöhön. Liiketoiminnan jatkuminen on sijoittajan, vuokralaisen ja koko yhteiskunnan etu, mikä on mahdollista molemmin puolisella joustavuudella.

### 3.2.1 Kiinteistön rinnastaminen osakkeisiin

Kun ajatellaan kiinteistön arvoa, on huomioitavaa kaksi eri hintaa. Kuten teoriaosassa esiteltiin kaksi eri hintaa osakeyhtiöiden osakkeille, on kiinteistöillä ja toimitiloillakin kaksi hintaa. Kirja-arvo kuvaa kiinteistöjen kohdalla ostohintaa eli summaa, jonka sijoittaja on maksanut kohteesta. Jos ostohinta on oikea, kohde menee markkinoilla nopeasti kaupaksi, eivätkä myyntiajat veny pitkiksi heikon kysynnän vuoksi. Kiinteistösijoituksen likviditeettiriski on pieni eli kohde pystytään helposti ja nopeasti muuttamaan käteisvaroiksi, jos myyntiajat ovat lyhyet. Ostohinta vastaa usein rakennuskustannuksia tai pohjautuu niihin kustannuksiin, jolloin ostohinta kuvastaa markkinatilannetta heikosti. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.)

Kirja-arvon lisäksi kiinteistöillä on markkina-hinta, josta muodostuu kohteen tuotto. Markkina-arvolla tarkoitetaan kiinteistön todellista arvoa, jonka perusteella sijoittaja määrittää vuokran suuruuden. Kiinteistön tai toimitilan arvo vaihtelee samalla tavalla kuin osakkeiden markkina-arvo. Arvo voi vaihdella muun muassa sijainnin, tuottoarvon,



käyttötarkoituksen tai toimitilan ominaisuuksien mukaan. Tuottoarvoa ei useinkaan huomioida, koska kiinteistöissä on pitkät sijoitusajat. Jotta negatiiviselta kassavirralta vältytään, sijoittajan tulisi laskea, missä vaiheessa on kannattavampaa myydä kohde kuin pitää se. Jos heikossa markkinatilanteessa sijoittaja ei saa tuotto-osaa vuokrasta ja kohteelle olisi kysyntää, sijoittajan tulee laskea uponneen kustannuksen arvo ja verrata sitä myyntitilanteessa saataviin tuottoihin. Sijoittajan voi olla tuottavampaa myydä kohde, joka ei vielä ole tuottanut negatiivista kassavirtaa, kuin odottaa parempaa myyntitarjousta. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.)

Toimitilojen arvot muuttuvat jatkuvasti ympärillä tapahtuvien muutoksien seurauksena. Toimitilan arvo voi hetkellisesti romahtaa, jos kiinteistön vieressä aloitetaan esimerkiksi viemäriverkoston uusimisprojekti, joka estää liikkumisen jalkakäytävällä ja melullaan aiheuttaa häiriötä. Vastaavasti toimitilan arvo voi nousta, jos kunta päättää muuttaa liikennejärjestelyjä ja toimitilan eteen tulee uusi julkisen liikenteen pysäkki. Koska kiinteistöjen ympäristö on dynaaminen, on kiinteistömarkkinoidenkin oltava dynaamisia. Toimitilasijoittamisessa tulisikin kiinnittää huomiota tähän seikkaan ja mukauttaa toimitilojen hinnanmuodostusta todellista muutosten mukaan.

Sijoittaja voi joutua maksamaa yli- tai alihintaa tai juuri markkinoita vastaavaa hintaa. Joissain tapauksissa pyyntihinta ei vastaa toimitilan todellista arvoa, mutta voi silti vastata markkinoille muodostuneeseen kysyntään. Jos ostaja ei ole tietoinen hinnoittelun väärin arvioinnista, voi hän vahingossa maksaa kohteesta ylihintaa. Kyseessä on samanlainen tilanne kuin pörssiyhtiöiden osakeannissa. Jos osakeannissa osakkeen hinta on liian huokea, kaikki osakkeet eivät mene kaupaksi ja yhtiö jää ilman maksimi rahoitusta. Yhtiö on tehnyt omat ratkaisunsa hinnan määrittämiseksi ja tilanteessa, jossa hinta ei vastaa kysyntää, on yhtiön kannettava vastuunsa. Sama pätee kiinteistösijoittamisessa. Jos sijoittaja maksaa kohteesta ylihintaa, on hänen kestettävä ostohinnasta aiheutuva liikkakustannus. Sijoittaja ei voi yleensä siirtää kustannusta vuokralaisen maksettavaksi. Hinta joudutaan virhetilanteessa arvioimaan uponneena kustannuksena, jota ei voi siirtää kohteen markkina-arvoon. Jos hinta vastaa markkinoita ja kohteen todellista arvoa, maksaa kohde itsensä takaisin oikeassa suhteessa vuokratuottojen muodossa. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.)

Sijoittajien tulisi keskittyä nimenomaan markkina-arvoon eli kiinteistön tuottoarvoon. Nykyisessä klassisessa investointiajattelussa toimitilan arvo perustuu ostohintaan eli kirja-arvoon. Nykyinen, eli staattinen tuottomalli on jäykkä, eikä ota huomioon muuttuvaa ympäristöä ja markkinoita. Dynaamisuus aiheuttaa kuitenkin toimitiloihin vuokrien

muutoksia. Toimeksiantaja on käyttänyt tätä tuottoarvoajattelua ja dynaamista markkina-arvoa hyväkseen kiinteistösijoituksissa.

Markkina-arvon määrittäminen ei ole yhtä helppoa kuin kirja-arvon. Markkina-arvossa on mukana monta muuttajaa ja niiden sovittaminen vuokralaisen tarpeisiin saa aikaan kokonaisuuden, jonka osat vaihtelevat jatkuvasti. Teoriassa esitelty kiinteistön ominaisuudet ovat tekijöitä, jotka saavat aikaan markkina-arvon. Yhden osatekijän, esimerkiksi kohteen ympäristössä tapahtuvan muutoksen, seurauksena laskelmat ja markkina-arvo on määritettävä uudelleen. Yhden tekijän muutos voi saada aikaan myös ketjureaktion, jolloin usean tekijän summa saa markkina-arvon eli kiinteistön todellisen arvon heilumaan suuntaan tai toiseen. Tämän takia sijoittajan on oltava valppaana ja kiinnostunut ympärillä tapahtuvista toimista ja vaikuttaa niihin ennen kuin lopullinen muutos on tapahtunut.

Teoriassa todettiin sijoituksen tuottavan joko kasvattamalla arvoa tai tuottamalla kassavirtoja. Kassavirtoja muodostuu säännöllisesti tai myyntitilanteessa sijoituskohteen markkinahinnan realisoituessa. Molemmilla tavoilla sijoittajan on mahdollista kasvattaa varallisuuttaan. Samat tuottomahdollisuudet pätevät myös kiinteistöjen kohdalla. Kiinteistösijoittajan kokonaisvarallisuus kasvaa kohteiden arvonmuutoksella, säännöllisellä kassavirralla eli vuokratuotoilla tai kohteen myymisellä. Sijoittajan on alkuvaiheessa taattava tasainen kassavirran saanti, jotta aktiivisella ajalla ei tule tappiota esimerkiksi velanmaksun takia. Jos alkuvaiheessa, jolloin velan osuus on myös suurimmillaan, kassavirta takkuilee, tulee sijoittajalle helposti negatiivinen tuotto. Silloin vuokra ei riitä kattamaan kaikkia sijoitustoiminnasta aiheutuvia kuluja. Ensimmäisten vuosien säännöllinen ja riittävä kassavirta varmistaa kohteen arvonnousun ja sitä kautta myös tasapainon sijoittajan salkussa.

Sijoittajan on mahdollista sijoittaa saadut vuokratuotot eteenpäin, jolloin rahan aika-arvosta johtuen tuotot lisääntyvät. Kassavirta ehtii kasvattamaan korkoa korolle pidemmän aikaa, jos ensimmäisten vuosien tuotot ovat taattuina. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.)

### 3.2.2 Kiinteistösijoittajan salkun hoito

Aktiivinen sijoittaja seuraa markkinoita ja sijoituskohteiden arvonmuutoksia. Kun kiinteistön arvo on saatu nostettua riittävän korkealle, kohde myydään. Vuosien aikana

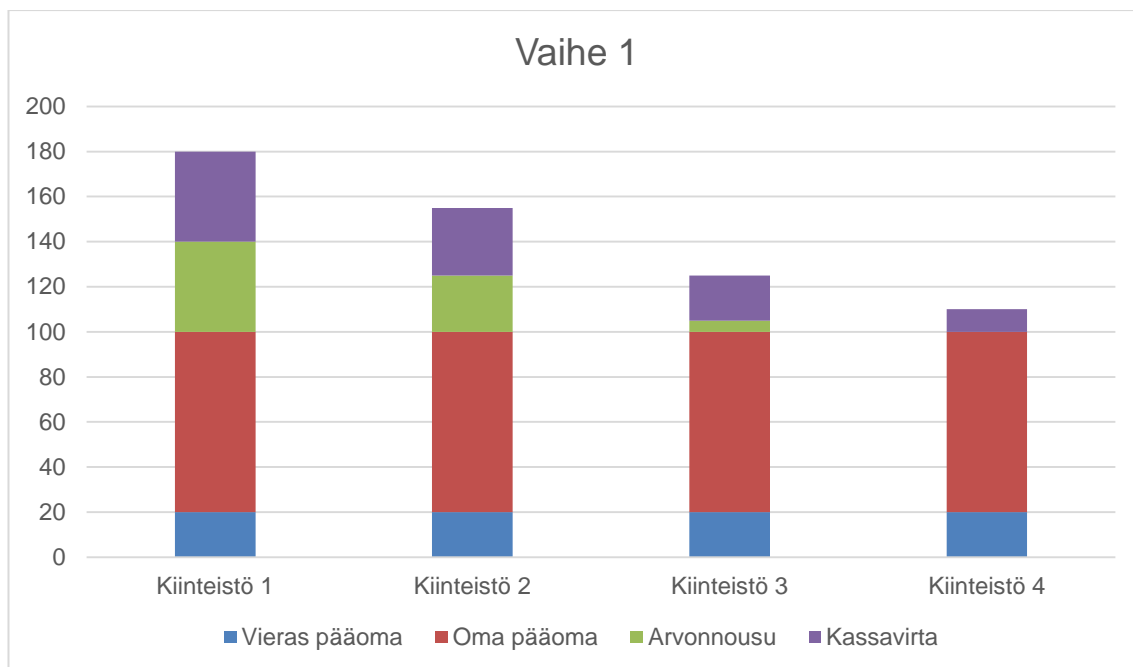
kertyneistä kassavirroista ja arvomuutoksesta johtuen sijoittajan on mahdollista hankkia kaksi uutta kohdetta. Kyseessä on kiinteistösijoittamisen Plowback ratio eli takaisin-sijoittaminen.

Institutionaaliseksi kiinteistösijoittajaksi kutsutaan organisaatiota, jolla on salkussaan lukuisia kohteita. Useamman kohteen omistaja toimii yleensä portfolioteorian mukaan ja hajauttaa riskiä kuten osakesalkun omistaja. Piensijoittajan omistamat kohteet ovat usein lähellä toisiaan, kun taas institutionaalisen sijoittajan salkku on usein maantieteellisesti hajautettu ja poliittinen riski minimoitu. Piensijoittajan tulee arvioida kohteen ominaisuudet, vuokralaisen sopivuus ja poliittinen riski, jolloin riskinhallinta tapahtuu dynaamisen mallin avulla. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.)

Osakesijoittamisessa suursijoittajat päihittävät salkun hajauttamisessa piensijoittajat, mutta kiinteistöjen kohdalla tilanne kääntyy toisinpäin. Suursijoittajien suuren varallisuuden takia kiinteistöjen ja osakkeiden riskiä hallitaan määrällisellä hajauttamisella, mutta silloin kiinteistöjen arvoon, vuokralaisen liiketoimintaan ja poliittiseen riskiin ei kiinnitetä huomiota. Jos piensijoittaja käyttää dynaamista mallia, salkun riski saadaan hajautettua tehokkaammin ja tuottavammin kuin suursijoittajan salkun riski. Aktiivisuudella pystyy kasvattamaan salkun kohteiden lukumäärää helposti. Institutionaaliselta sijoittajalta vaaditaan yrityksen liiketoimintaan perehtymistä, jotta piensijoittajille pärjääminen on mahdollista. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.)

Havainnollistetaan tilannetta kaavioiden avulla. Esimerkeissä kiinteistö voi olla myös toimitila tai asuinhuoneisto. Kuviossa 1. alkutilanteessa sijoittajan salkussa on neljä kiinteistöä, joiden kaikkien kirja-arvo eli ostohinta on sama, 100 yksikköä. Kiinteistöt voi olla hankittu eri aikoina, mutta tässä esimerkissä kiinteistöjen hankintahetkellä ei ole merkitystä. Usein kuitenkin monen kiinteistön yhtäaikainen hankinta vaatii kohtuuttoman suuria pääomia, joten ajatellaan, että kiinteistöjen hankinnat tapahtuvat kahden vuoden välein. Jokaista kiinteistöä kohden on otettu saman verran velkaa, 20 yksikköä, ja omarahoitusosuus on 80 yksikköä. Ensimmäisen kiinteistön kohdalla sijoittaja on saanut arvon nousemaan eniten, koska se on ollut salkussa pisimpään ja hitaat muutokset kiinteistön arvoon ovat ehtineet muodostua. Ensimmäiseen kiinteistöön arvoa on noussut 30 yksikköä, toisen 20 yksikköä ja kolmannen viisi yksikköä. Jokaisesta kohteesta sijoittaja on saanut viisi yksikköä kassavirtoja vuodessa. Ensimmäinen kohde on kerännyt tuottoja 40 yksikköä, toinen 30 yksikköä, kolmas 20 yksikköä ja neljäs 10 yk-

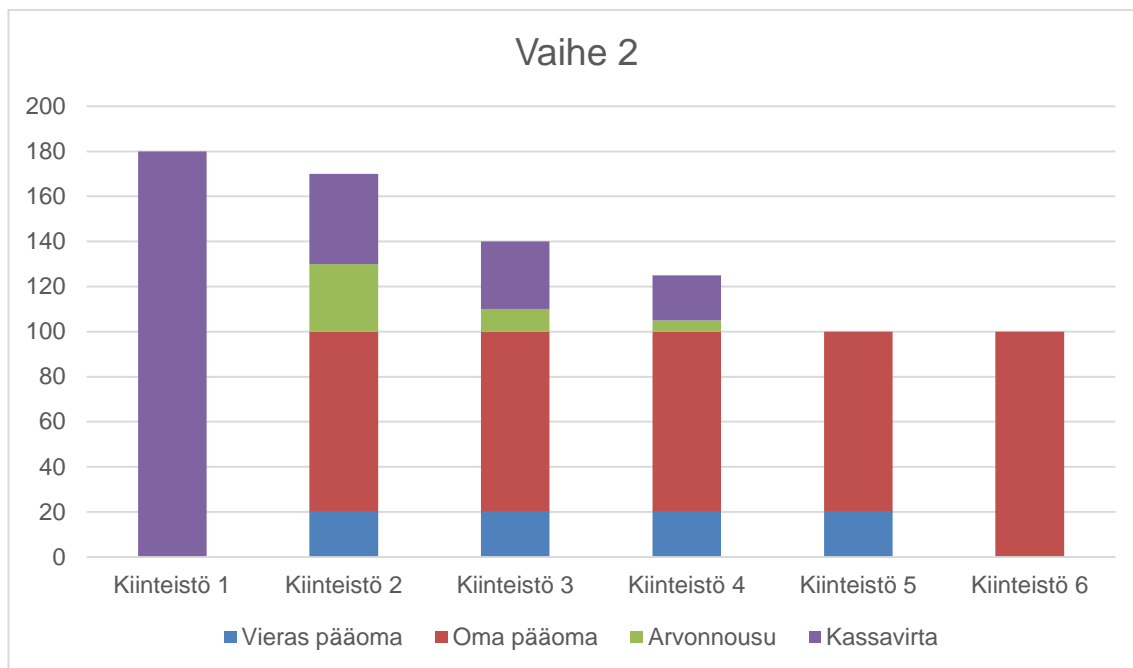
sikköä. Ensimmäisen kiinteistön arvoa on saatu nostettua riittävästi, joten sijoittajan on aika luopua kohteesta.



Kuvio 1. Kiinteistösijoittajan salkku 1.

Salkun kasvattamista kuvaa kuvio 2. Ensimmäistä kiinteistöä myydessä kohteen kokonaiskassavirta on 180 yksikköä. Toisen, kolmannen ja neljännen kiinteistön kohdalla velkaosuus on pysynyt samana, mutta arvonmuutos ja kassavirrat ovat nytkähtäneet pykälän eteenpäin. Ensimmäisen kiinteistön myyntivoitoilla on saatu hankittua salkkuun kaksi uutta kohdetta. Molempien kiinteistöjen kirja-arvot ovat samat kuin edellisten kohteiden eli 100 yksikköä. Viidennessä kiinteistössä on 20 yksikön velkaosuus, mutta kuudes kiinteistö on pystytty rahoittamaan kokonaan oman pääoman turvin. Yhden myydyn kohteen tilalle sijoittaja on saanut salkkuunsa kaksi uutta kohdetta. Vieraan pääoman osuus on pysynyt samana, vaikka oman pääoman osuus on kasvanut.

Kiinteistösijoittaja pystyy jatkamaan toimintaansa samalla periaatteella aina uudestaan ja uudestaan. Kun jonkin salkussa olevan kiinteistön arvo on saatu aktiivisuudella kohentumaan riittävästi, se voidaan asettaa markkinoille myytäväksi. Arvonnousu on saanut aikaan markkinoilla kiinnostusta ja kysyntä on kasvanut, jolloin kohteen saa myytyä sijoittajalle tuottoisaa hintaan.



Kuvio 2. Kiinteistösijoittajan salkku 2.

Velkarakenteen pysyessä muuttumattomana salkun riskipositio näyttää faktisesti pysyvän samana, vaikka kohteiden lukumäärän kasvaessa riski todellisuudessa pienenee. Velkaa ei tarvitse ottaa lisää, jolloin vieraan pääoman kustannusrakenne säilyy samana. Yhtäläillä oman pääoman kustannus eli tuottovaatimus pysyy samalla tasolla. WACC:n eli pääoman keskimääräisen kustannuksen laskentakaavan mukaan oman ja vieraan pääoman kustannukset painotetaan pääomaerien mukaan. Oman pääoman arvo suhteessa koko salkun arvoon kasvaa, koska arvonnousu ja jatkuvat kassavirrat lisäävät oman pääoman osuutta. Vaikka rahamäärässä velan osuus ei muutu, koko salkun arvosta velan osuus pienenee, jolloin kokonaisuudessaan pääoman kustannukset kasvavat. Toisin sanoen WACC tuottaa suuremman tuloksen, koska usein oman pääoman kustannus on vieraan pääoman kustannusta suurempi. Sijoittajalle pääomista aiheutuvat riskit eivät velan takia kasva, mutta salkun sisältämien kohteiden yksilölliset riskit voivat heiluttaa salkun kokonaisriskiä. Salkku sisältämien kohteiden lukumäärän kasvu saa kuitenkin aikaan poliittisen riskin pienentymisen, koska kohteet eivät sijaitse samassa pakassa. Samalla salkku tulee paremmin hajautetuksi, jolloin kokonaisriski pienenee.

Tällaisella aktiivisella sijoitustyyllillä sijoittaja pystyy vaikuttamaan oman varallisuutensa kasvuun ja samalla myös kaupungin kehittymiseen. Aktiivinen sijoittaja pystyy hyödyntämään passiivisten sijoittajien kohtaloa, koska huonoina aikoina passiivisten sijoittajien

on pakon edestä myytävä kiinteistönsä. Tällöin aktiivinen sijoittaja saa hankittua lisää omaisuutta omaan salkkuunsa kiinteistön todellista arvoa edullisemmin. Kiinteistön arvon nouseminen on näissä kohteissa helpompaa, jos kaupungin kehitystä on jo saatu vietyä kannattavampaan suuntaan edellisten kiinteistöjen avulla.

Turun keskustassa on tällä hetkellä tilanne, jossa vapaana olevien tilojen tai yhtäläillä vuokrattujen tilojen arvoa ei ole saatu nostettua halutulla tavalla. Sijoittajan ei ole tuottoisaa myydä kohdetta, koska myyntivoitot saattaisivat osoittautua tappiollisiksi. Vastaavasti Turun keskustan toimitilakannassa ei ole juurikaan tiloja, joille riittäisi kysyntää. Tämäkin kielii arvostustason mataluudesta.

### 3.3 Kauppakeskusten myynnit

Kauppakeskus Hansa sijaitsee aivan Turun ydinkeskustassa, joten käytetään sieltä löytyviä liiketilojen yhteenlaskettuja arvoja havainnollistamaan keskustan liiketilojen arvoja. Vertailukohteeksi otetaan kauppakeskukset Skanssi ja Mylly, jotka molemmat sijaitsevat Turun alueella tai lähikunnassa. Laskelmiin on huomioitu vuokrattavina olevien liiketilojen pinta-alat neliömetreinä, kokonaispinta-ala neliömetreinä, myyntimäärät euroina ja kävijämäärät. Tilasto ei erittele eri liikepaikkojen tuloksia ja luvut ovat vuodelta 2014, jolloin Myllyn laajennusta ei ole huomioitu tuloksiin.

Taulukko 1. Liikekeskusten myynnit (Suomen kauppakeskusyhdistys ry 2014).

Liikekeskus	Liiketilat m <sup>2</sup>	Kokonaispinta- ala m <sup>2</sup>	Myynti €	Kävijät kpl	Myynti/m <sup>2</sup>	Myynti/ Kävijät
Hansa	39 980	39 980	236 500 000	12 800 000	5 915,46	18,48
Skanssi	34 318	37 418	117 000 000	3 300 000	3 409,29	35,45
Mylly	44 221	45 721	168 000 000	4 400 000	3 799,10	38,18

Taulukkoon on laskettu liikekeskuksien myynnit neliömetriä kohden ja myynnit kävijämäärää kohden, jolloin tuloksia pystytään vertailemaan keskenään. Skanssin ja Myllyn tulokset ovat keskenään samansuuntaisia ja eroavat selkeästi Hansan tuloksista. Kauppakeskuksista ainoastaan Hansa sijaitsee keskustassa, jonka voidaan olettaa

olevan osasyynä tulosten eroavaisuuteen. Skanssiin ja Myllyyn asiakkaat kulkevat autolla tai julkisella kulkuvälineellä tarkoituksenaan ostaa, kun taas Hansassa on enemmän läpikulkuliikennettä.

Taulukon mukaan Hansassa liiketilat ovat neliöperusteisesti arvioituna tuottavampia verrattuna Skanssiin ja Myllyyn, koska niissä syntyy euromääräisesti neliömetrikohtaista myyntiä enemmän. On kuitenkin huomattava, että taulukon tiedot ovat peräisin kauppakeskusten ilmoittamista tiedoista, ja jokaisella kauppakeskuksella voi olla erilaiset periaatteet esimerkiksi liiketilojen määrittelyssä. Hansan kohdalla kokonaispinta-ala on sama kuin vuokrattavien liiketilojen pinta-ala. Tämän mukaan Hansassa ei siis olisi yhtään käytävätilaa tai saniteettitiloja. Toisaalta Hansan käytävätilat voivat olla liitettyinä liiketilojen yhteyteen, jolloin yrityksillä pitäisi olla mahdollisuus käyttää tila myynnillisesti hyödyksi. Tämä ei kuitenkaan ole täysin mahdollista, koska kaikkea käytävätilaa ei voida täysin peittää. Hansan käytävistä osa on hyödynnetty kojujen ja erilaisten markkinoiden muodossa, mutta annettujen tietojen perusteella Hansassa jokainen neliömetri on käytetty hyödyksi ja jokainen neliömetri tuo myyntiä.

Hansan neliöt on todennäköisesti ilmoitettu eri tavoin kuin Myllyn ja Skanssin kohdalla. Tilasto näyttää, että Hansassa tilat olisi käytetty tuottavasti, mutta myynti kävijämäärää kohden on lukuarvojen perusteella huomattavasti heikompaan vertailukohteisiin suhteutettuna. Skanssin ja Myllyn tulokset ovat keskenään samalla tasolla, mutta Hansan tulos poikkeaa selkeästi puolet pienemmällä tuloksella. Vaikka Hansa tekee myyntiä eniten, on kertaostoksen arvo heikoin. Alhainen kertaostos kieli läpikulkuliikenteestä ja/tai siitä, että asiakkaat viettävät aikaa Hansassa ilman, että tekevät siellä ostoksia. Toisin sanoen Skanssiin ja Myllyyn asiakkaat menevät tarkoituksenaan hankkia tuotteita. Hansaan asiakkaat voivat poiketa aikaa viettämään tai näyteikkunaostoksille.

Kauppakeskusten yleisistä tiloista, kuten käytävistä ja oviaukoista, tulee kulumisen seurauksena kuluja, jotka tulee kattaa saatavilla tuotoilla. Hansassa kävijämäärät ovat lähes neljä kertaa (3,9) suuremmat kuin Skanssissa ja lähes kolme kertaa (2,9) suuremmat kuin Myllyssä. Hansassa ihmisiä virtaa yleisiin tiloihin, jolloin esimerkiksi ylläpitokustannukset kasvavat. Kävijät eivät kuitenkaan tuo juurikaan tuloja Hansalle samassa suhteessa kuin Myllyyn tai Skanssiin, joka paljastuu euromääräisestä kertaostoksesta. On hyvä huomioda, että Helsingin Itäkeskus tuottaa samansuuntaisia tuloksia kuin Hansa (Suomen kauppakeskusyhdistys ry 2014). Molempien Kauppakeskusten kohdalla löytyy varmasti samoja selittäviä tekijöitä.

Hansan toimitiloissa on yhteensä 131 kpl yrityksiä, joista Skanssin ja Myllyn kanssa samoja on 31 kpl eli 23,7 %. Hansan toimitiloista osa on toimistoja, joita puolestaan Skanssista ja Myllystä ei juurikaan löydy. Toimitiloissa toimivien yritysten suhteellinen osuus nousisi korkeammalle, jos laskelmissa olisi mukana ainoastaan liiketilat. Hansan kertaostoksen alhaisuutta ei siis suoranaisesti voida selittää yritystarjonnalla. Kauppakeskusten yritystarjonta on poimittu kauppakeskusten kotisivuilta. (Kauppakeskus Hansa 2014; Kauppakeskus Mylly 2016; Kauppakeskus Skanssi 2016.)

Liikepaikkojen arvot eivät perustu pelkästään kauppakeskuksen ominaisuuksiin tai sijaintiin. Jokaisella liikepaikalla on oma arvonsa myös kauppakeskuksen sisällä. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.) Ajatellaan esimerkiksi Hansan liiketiloja, jotka sijaitsevat keskusaukiolla eli Stockmannin sisäänkäynnin ympärillä ja liiketiloja, jotka sijaitsevat sivukäytävien varrella. Asiakkaat kulkevat keskusaukiolla läpi lähes joka kerta, vaikka suuntaisivat siitä mihin tahansa Hansan eri osiin. Potentiaalisia asiakkaita kulkee ohitse jatkuvalla syötöllä. Sivukäytävien liiketiloihin asiakkaiden on osattava mennä ja jatkuvat asiakasvirrat eivät kulje automaattisesti näiden tilojen ohitse. Liikepaikoille muodostuu jo tällä perusteella erilainen arvo. Lisäksi toiset liikepaikat voivat sijaita aivan linja-autopysäkkien vieressä, eli Aurakadulle aukeavien oviaukkojen lähetyvillä. Pysäkeillä odottavat ihmiset tukkivat sisäänkäyntejä tai tuuli-kaapeissa olevia näyteikkunoita, mikä osaltaan laskee hieman liikepaikan arvoa. Toisaalta pysäkkien läheisyys tuo myös huomattavia määriä ihmismassoja ja sitä kautta asiakasvirtoja.

Liikkeiden sijoittumisella liikekeskuksen sisällä on suuri merkitys, minkä Mylly on ottanut laajennuksen yhteydessä huomioon luomalla liikekeskukseen muotikadun. Muotikadulla sijaitsevat liikkeet on valittu tarjoamaan kuluttajille monipuolisesti vaihtoehtoja samalta alalta. Saman toimialan liikkeet ovat vierekkäin, jolloin asiakkaiden on helppo vertailla eri liikkeiden tuotteita löytääkseen etsimänsä. Hansassa liikkeet on ripoteltu eri puolille ilman selkeää logiikkaa, jolloin asiakkaat joutuvat näkemään huomattavasti enemmän vaivaa haluamansa tuotteen löytämiseksi.

Liikepaikkojen sijainnin merkitystä on tutkittu aikaisemmin Suvi Saaren opinnäytetyössä (2014). Saari tutki samassa kauppakeskuksessa sijaitsevien kahden vertailukelpoisen yrityksen myyntejä ja asiakasmääriä. Yritysten tuoteryhmät ovat samat, asiakaspalvelussa ei ole juurikaan eroja, koska myyjät ovat osittain samoja, ja tutkimuksesta ilmeni, että asiakkaat tietävät molempien liikkeiden olemassaolosta. Tutkimuksessa voitiin eliminoida kaikki muut tekijät paitsi liikepaikkojen sijainti, jolloin tuloksesta saatiin



erittäin luotettava. Toisella liikkeellä on oviaukko kadulle ja kauppakeskukseen ja toisella pelkästään kauppakeskukseen. Liikkeiden välimatka on noin 50 metriä. (Saari 2014, 60–63.)

Tutkimuksessa todettiin kadulla sijaitsevan liikepaikan myynnin olevan huomattavasti pienempi kuin vertailukohteen liikepaikan. Kauppakeskuksessa ja sen ympärillä oli ollut muutostöitä, joiden seurauksena kadulla sijaitseva liikepaikka ei ole enää asiakkaiden kulkureittien varrella. Kauppakeskuksen sisällä olevasta liikepaikasta on lyhempi matka kauppakeskuksen maanalaiseen parkkihalliin ja liikepaikka sijaitsee lähempänä vilkkaita bussipysäkkejä. Asiakkaita ei virtaa samassa määrin liikepaikkojen ohi, jolloin kadulla sijaitsevan liikepaikan myynti on romahtanut ja poikkeaa huomattavasti toisen liikepaikan myynnistä. (Saari 2014, 60–63.)

Saaren tutkimus osoittaa, että toimitilojen sijainti vaikuttaa tilan arvoon. Etenkin ulkoisten tekijöiden merkitys on suuri liikepaikkaa arvioitaessa. Harvoin kuitenkaan kauppakeskus on merkinnyt liikepaikoille eri arvoja, jolloin jokaisesta vuokrattavasta tilasta pyydetään samaa neliövuokraa. Samanlainen tilanne on kaikilla toimitiloilla. Vuokrat eivät voi olla samat, jos toinen liikepaikka on toista selkeästi tuottavampi.

Liikennesuunnittelulla on saatu aikaan Hansan nykyinen tilanne. Asiakkaita virtaa keskustasta, mutta ei ympäryskunnista. Hansaan on käytännössä mahdotonta päästä omalla ajoneuvolla, koska kortteli on ympäröity kävelykadulla, yksisuuntaisella tiellä ja päättyvällä tiellä. Parkkihalli Louhea ei juurikaan mielletä Hansaan liittyväksi, jolloin Hansan asiakaskunta on käytännössä ydinkeskustan asukkaista koostuvaa. Samalla tavalla koko Turun keskustan liikennesuunnittelu on tehty tukemaan vain ydinkeskustan asukkaita. Keskusta toimii linja-autopysäkkien vaihtolustana, jolloin läpivirtauksen määrä kasvaa.

Keskustat ja kauppakeskittymät eivät pysty toimimaan ja tekemään tulosta tuottamalla palveluja pelkästään ydinkeskustan asukkaille. Keskustat tarvitsevat lähialueiden ja ympäryskuntien asukkaita toimiakseen tehokkaasti ja tuottavasti, koska pelkän keskustan asukkaat eivät pysty kuluttamaan tarpeeksi ja sitä kautta tekemään liiketoimintoja kannattaviksi. Pyöräteiden ja kävelyteiden rakentaminen ei edesauta ympäryskuntalaisia liikkumaan keskustaan, Hansa on tästä hyvä esimerkki. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.) Pyöräteiden kaavoitus vie vanhenevalta ja liikuntarajoitteiselta väestöltä mahdollisuuden liikkua helposti kauppakeskukseen tai ylittää palvelujen äärelle. Näillä tekijöillä on vaikutus liikepaikan arvoon ja sitä kaut-

ta sijoittajan tuottoon, mutta aktiivisella sijoitustyyllillä sijoittajan on mahdollista edesauttaa muutoksia tapahtumaan haluttuun suuntaan. Toimitilan likviditeetti riippuu osin tilan vuokrausmahdollisuuksista. Jos tilaa pystyy hyödyntämään useampi eri taho, kohteesta muodostuu entistä likvidimpi.

### 3.4 Toimitilojen erilaiset vuokraustavat

Liiketiloissa ja toimistotiloissa on usein eritasoiset pyyntivuokrat johtuen erilaisesta käyttötarkoituksesta ja tilasta. Yleisesti liiketilat sijaitsevat ensimmäisessä kerroksessa ja niissä on isot näyteikkunat. Toimistot puolestaan sijaitsevat kerrostalon ylemmissä kerroksissa, jossa ulkoinen näkyvyys on huomattavasti liiketiloja pienempi. Seuraavassa esimerkissä havainnollistetaan kahden eri paikalla sijaitsevan toimitilan arvon muodostusta.

Keskustassa kävelykadulla sijaitseva toimitila on arvokas niin liiketilaa tarvitsevalle kauppiaille kuin toimistotilaa tarvitsevalle insinööritoimiston omistajalle. Molemmat voivat kyseiseen tilaan perustaa toimintansa. Toisaalta toimitila, joka on syrjäseudulla, hieman kauempana keskustasta, on arvokas insinööritoimistolle, mutta yleensä ei niin hyvä kauppiaille. Syrjäseudulla on parkkitilaa ja kulkuyhteydetkin voivat olla kohtuulliset. Insinööritoimistoon tulevat asiakkaat pääsevät näppärästi autolla, koska he haluavat nähdä sen vaivan, jotta saavat tarvitsemansa palvelun. Kauppias puolestaan ei voi perustaa yritystään syrjäseudulle, koska yrityksen myynti perustuu ohivirtaaviin asiakkaisiin, jotka poikkeavat ostoksille nopeasti ja helposti ohikulkumatkallaan. Syrjäseuduilla ei ole samanlaisia potentiaalisia asiakasvirtoja kuin keskustan kävelykaduilla, jotka hyödyttäisivät ja toisivat arvoa kauppiaille.

Keskustan kauppapaikalla on suurempi arvo verrattuna ”syrjäkylään”, koska potentiaalisia vuokralaisia on enemmän. Myös keskustassa sijaitsevien kiinteistöjen välillä arvo muodostuu eri tavalla. Eri puolilla keskustaa sijaitsevilla toimitiloilla on erilainen arvo vuokralaisille, koska kohteen ympäristön elementit voivat olla suotuisia liikkeenharjoittajalle, mutta ei insinööritoimiston omistajalle. Sijainti on olennainen osa arvonmuodostusta, mutta samalla se on vuokralaisen eli yrittäjän liikeriski. Vuokralaisen on osattava hyödyntää sijainti omaan liiketoimintaansa tuottavalla tavalla. Jos se ei sitä pysty tekemään, on toimitila väärä tai hintakilpailukyky arvioitu väärin. Asian voi kääntää myös toisinpäin. Jos toimitila ei pysty muodostamaan arvoa vuokralaiselle, on kohde hyödy-

tön vuokralaiselle ja sitä kautta myös sijoittajalle menetettyjen vuokratulojen seurauksena.

Jos toimitila on tyhjillään tai vajaakäyttöaste on suuri, markkinoidaan tilaa väärille kohderyhmille tai markkina-arvo on laskettu väärin. Toimitilan arvo tulisi määritellä uudelleen ja laskea arvonmuodostuminen nimenomaan vuokralaisen näkökulmasta. Sen seurauksena kohdetta pystytään markkinoimaan paremmin oikealle asiakaskunnalle ja tyhjäkäyntiä vähennettyä. Tästä syntyy tilanne, joka hyödyttää sijoittajaa, vuokralaista, kuntaa ja valtiota, eli kaikkia sidosryhmiä. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.)

Seuraavissa taulukoissa esitetään markkinoilta kerättyä dataa, jota käytetään havainnollistamaan toimeksiantajan luomaa joustavaa vuokrausmallia ja nykyistä markkinoilla käytettyä vuokrausmallia.

Toimitilojen vuokrien määrät vaihtelevat käyttötarkoitusten mukaan. Alla oleviin taulukoihin on kerätty Turun alueen liiketilojen ja toimistojen vuokrien suuruuksia. Toimitilat ovat markkinoilla olevia vuokrattavia kohteita, jotka on valittu eri vuokravälittäjien tai vuokravälitysyriyten listoilta. Valitut kohteet sijaitsevat Turun keskustan alueella, joissa postinumero on 20100 Turku. Jotta taulukoista saadaan vertailukelpoisia, kohteet on pyritty valitsemaan eri puolilta keskustan aluetta. Toimitilojen kooksi on rajattu 50–60 m<sup>2</sup>. Taulukkoon on merkitty kohteen pyyntivuokra ja neliömäärä vuokrailmoituksen mukaan ja niistä on laskettu vertailukelpoinen neliövuokrahinta. Pyyntivuokra on ilmoitettu kuukausivuokrana. Lopputuloksena saadaan markkinoilla olevat keskimääräiset liiketilojen ja toimistojen pyyntivuokrat.

Taulukko 2. Liikehuoneistojen vuokrat (Asunnot.oikotie.fi 2016; Tuloskiinteistöt Holding Oy 2016; Turun seudun kehittämiskeskus 2016).

Osoite	Vuokra/€	Koko/m <sup>2</sup>	Neliövuokra €/m <sup>2</sup>
<b>Aurakatu 15</b>	600,00	60,0	10,00
<b>Eerikinkatu 6 a</b>	1 950,00	54,0	36,11
<b>Humalistonkatu 8 a</b>	597,00	50,0	11,94
<b>Linnankatu 8</b>	1 100,00	55,0	20,00
<b>Puistokatu 18</b>	395,00	50,0	7,90
<b>Puutarhakatu 15</b>	760,00	50,5	15,05
<b>Ursininkatu 14 b</b>	920,00	60,0	15,33
<b>Keskiarvo</b>	<b>903,14</b>	<b>54,2</b>	<b>16,62</b>

Liikehuoneistojen vuokrat vaihtelevat suuresti, vaikka tilojen koot ovat samaa luokkaa. Tilojen erilaisilla ominaisuuksilla, sijainnilla ja ympärillä olevilla muilla toiminnoilla saat-  
taa olla merkitystä suuriin eroavaisuuksiin. Tilan kunto tai sijainti syrjäkadulla vaikuttaa  
alentavasti vuokran määrään.

Taulukko 3. Toimistojen vuokrat (Asunnot.oikotie.fi 2016; Kauppalehti.fi 2016; Tulos-  
kiinteistöt Holding Oy 2016; Turun seudun kehittämiskeskus 2016).

Osoite	Vuokra/€	Koko/m <sup>2</sup>	Neliövuokra €/m <sup>2</sup>
<b>Kristiinankatu 3</b>	832,00	52,0	16,00
<b>Linnankatu 13 a</b>	715,00	52,5	13,62
<b>Yliopistonkatu 37</b>	754,00	58,0	13,00
<b>Yliopistonkatu 26</b>	780,00	60,0	13,00
<b>Keskiarvo</b>	<b>770,25</b>	<b>55,6</b>	<b>13,90</b>

Toimistojen vuokrien hajonta on huomattavasti pienempää kuin liiketiloissa. Valittujen  
toimistojen vuokrat ovat kaikki suhteellisen samalla tasolla. Selittävänä tekijänä saattaa  
olla toimistojen samankaltaisuus. Tiloissa ei juurikaan ole erityisiä ominaisuuksia tai  
erikoisia ratkaisuja, jotka vaikuttaisivat hintaan poikkeavasti.

Valittujen kohteiden pinta-alat vaihtelevat 50 ja 60 nelimetin välillä, joten vertailukel-  
poinen tulos liikehuoneistojen ja toimistojen kohdalla saadaan laskemalla keskiarvot

neliövuokrista. Taulukoista huomataan toimistotilojen vuokrien olevan keskimäärin 2,72 €/m<sup>2</sup> edullisempia verrattuna liikehuoneistoihin.

Markkinoilla myynnissä olevista toimitiloista on kerätty taulukkoon 4. tietoja myynti-ilmoituksista. Vastikkeen hintaan on otettu huomioon hoitovastike ja rahoitusvastike. Jos taloyhtiössä ei ole tilaan kohdistuvaa lainaa, vastike on hoitovastikkeen suuruinen. Myyntihintaan ei ole laskettu lainan osuutta, koska lainanosuus on laskettu vastikkeeseen.

Taulukko 4. Myytävät toimitilat (Asunnot.oikotie.fi 2016).

Osoite	Vastike €/kk	Koko/m <sup>2</sup>	Myyntihinta €
<b>Puutarhakatu 50</b>	239,40	54	54 170,00
<b>Aninkaistenkatu 3</b>	585,65	53	65 935,60
<b>Kauppiaskatu 21 B</b>	464,00	52,5	69 500,00
<b>Keskiarvo</b>	<b>429,68</b>	<b>53,2</b>	<b>63 201,87</b>

Taulukko havainnollistaa keskiarvoisesti myytävänä olevien kohteiden vastiketason ja myyntihinnan. Summia voidaan käyttää arvioitaessa toimitilan tuottoja ja siihen uponneiden kustannusten määriä. Kauppiaskadun toimitila on ainut, jossa lainaosuutta ei ole. Tilan vastike on kokonaisuudessaan hoitovastiketta, kun taas kahden muun toimitilan vastikkeissa on huomioitu myös rahoitusvastike.

Kiinteistösijoittajat haluavat sijoitetulle pääomalle tuottoa. Tutkimuksessa sijoittajan tuottovaatimukseksi ajatellaan pörssinoteerattujen kiinteistöyhtiöiden keskimääräistä osinkotuottoa, joka toimii relevanttina mittarina markkinoiden minimituottovaatimukselle. Tuottovaatimus heijastaa sijoittajan kantamaa riskiä. Riskin kasvaessa myös tuottovaatimus kasvaa. Jos sijoittajien riskiprofiilit ovat samanlaiset, tulee kiinteistösijoittamisen tuottovaatimuksen olla vähintään osinkotuoton verran. Sijoittaja voi vaihtoehtoisesti kiinnittää varansa kiinteistöihin joko pörssi-yhtiöiden kautta tai itseomisteisesti. Pörssi-yhtiöiden kautta sijoituksen riski on matalampi. Valittujen yhtiöiden keskimääräinen riski voidaan ajatella kiinteistömarkkinoiden riskiksi. Tällöin on mahdollista käyttää osinkotuottoa sijoittajan minimituottovaatimuksena.

Taulukko 5. Pörssiyhtiöiden osinkotuottoprosentit (Castellum 2015; Hufvudstaden Ab 2015; Kauppalehti.fi 2016; Wallenstam Ab 2016; Wihlborgs 2015).

<b>Osakeyhtiö</b>	<b>Pörssi</b>	<b>Tuottoprosentti</b>
<b>Castellum AB</b>	Tukholman pörssi	3,79
<b>Orava Asuntorahasto</b>	Helsingin pörssi	11,42
<b>Hufvudstaden AB</b>	Tukholman pörssi	2,48
<b>Wihlborgs Fastigheter AB</b>	Tukholman pörssi	3,13
<b>Wallenstam AB</b>	Tukholman pörssi	2,25
<b>Keskiarvo</b>		<b>4,61</b>

Helsingin pörssiin on listautunut vain yksi kiinteistösijoitusyritys, joten taulukkoon on otettu yhtiöitä myös Tukholman pörssistä. Orava Asuntorahasto Oyj tuottaa poikkeuksellisen paljon verrattuna muihin yhtiöihin ja se jakaa osinkoa neljä kertaa vuodessa. Yhtiö on kuitenkin mukana keskiarvossa, koska se on ainoa yhtiönä Suomen markkinoilla. Tuottoprosentit on laskettu vuoden 2015 julkaistuista tilinpäätöksistä. Tuottoprosentti on yhtiöiden hallitusten ehdottama osakekohtainen osinkotuottoprosentti vuodelle 2016.

Catellan vuoden 2015 markkinakatsauksessa käy ilmi Turun liiketilojen ja toimistotilojen tuottovaatimuksen olevan 6,25–8,0 %. Tuottovaatimukseen ei ole huomioitu peruskorjauksista johtuvia kustannuksia, ja vuokralaisen oletetaan olevan tunnettu tai harjoittavan vakaata liiketoimintaa. Sopimukset ovat 5-7 vuoden sopimuksia. Tuottovaatimus on toimitilojen toisen vuosineljänneksen tilanteen mukaan. (Catella 2015.) Catellan ilmoittama tuottovaatimus kuvaa paikallista tuottotasoa paremmin kuin pörssiyhtiöiden osinkotuotto, mutta se on rajattu ajallisesti, joten tässä empiirisessä tutkimuksessa tuottovaatimuksena käytetään pörssiin listautuneiden yhtiöiden osinkotuottoa.

Tuottovaatimuksen voisi vaihtoehtoisesti laskea teoriassa esiteltujen pääoman tuotto-kaavojen ROI:n tai ROE:n avulla. Lisäksi tuottovaatimuksen voi ilmaista alkutuottovaatimusta tai kokonaistuottovaatimusta käyttäen. ROI:n ja ROE:n kohdalla ongelmana on tuloksen perustuminen tasearvoon eli kirja-arvoon. Edellä todettiin kiinteistöjen arvojen olevan dynaamisia, eli jatkuvasti muuttuvia. Tuottovaatimuksen perustuminen kyseisiin tunnuslukuihin ei anna todellista kuvaa, jos markkina-arvo vaihtelee huomattavasti kirja-arvoon verrattuna. Pörssiosakkeiden kohdalla substanssiarvo on tyrmätty jo kokonaan. Sijoittajille tase-arvo ilmaisee vain yhtiön omaisuuden arvoa, mutta markkina-

arvolla käydään kauppaa ja se kertoo yhtiön todellisen arvon. Samaa pätee myös kiinteistöihin, jolloin tuottovaatimus tulisi perustua muuhun kuin kirja-arvoon.

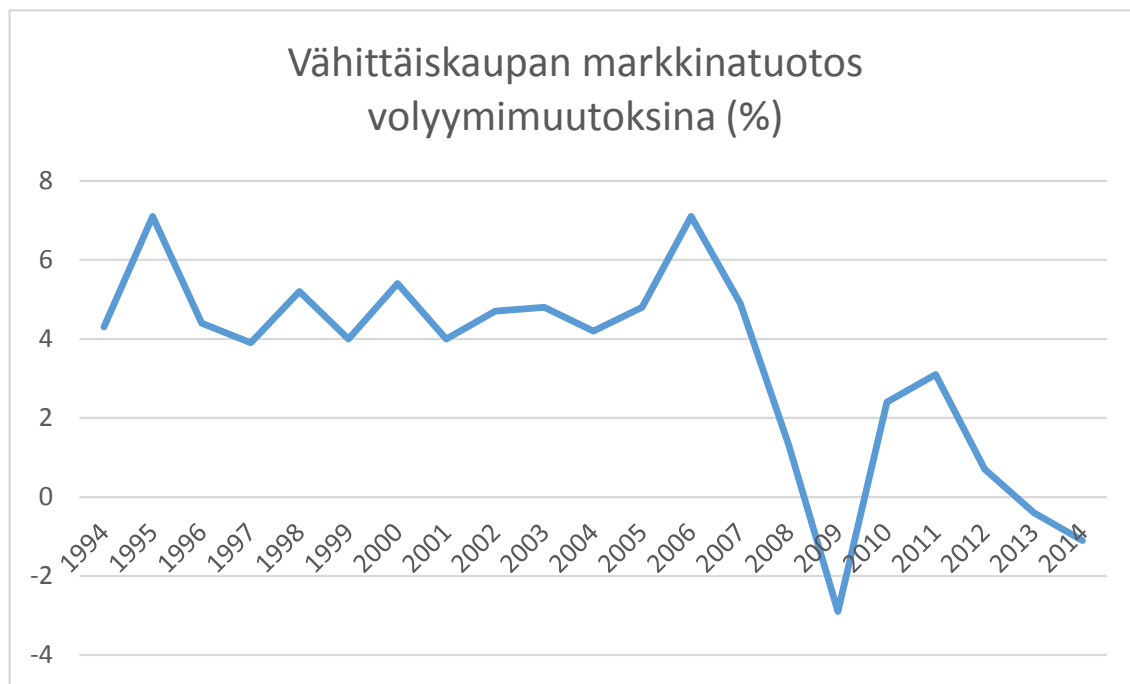
Lasketaan yksinkertaistetusti kiinteistösijoittamisen tuotot vuodessa yllä olevien taulukoiden tietoja käyttäen. Liikehuoneistojen neliövuokrat ovat 19,6 % kalliimpia kuin toimistotilojen, joten lasketaan kohteiden arvioitu tuotto molemmille toimitilatyypeille. Laskelmissa käytetään taulukko 4. mukaisia keskiarvoja vastikkeiden hinnoista ja myyntihinnoista. Vuokratulot molempien toimitilatyypien kohdalla lasketaan kertomalla keskiarvoinen neliövuokra keskiarvoisella pinta-alalla. Sijoittajan vaatiman tuottoprosentin oletetaan olevan yhtä suuri kuin pörssiin listautuneiden kiinteistösijoitusyritysten keskimääräinen tuottoprosentti.

Taulukko 6. Yksinkertainen tuottolaskelma.

<b>Vastike vuodessa</b>	5 156,16
<b>Tuotto-odotus</b>	2 913,61
<b>Minimituotto</b>	<b>8 069,77</b>
<b>Vuokra vuodessa (liikehuoneisto)</b>	10 809,65
<b>Vuokra vuodessa (toimisto)</b>	9 274,08

Vastikkeet on laskettu kertomalla taulukon mukainen keskiarvovastike 12 kuukaudella. Tuotto-odotus euroina vuodessa on saatu laskemalla keskiarvoinen toimitilan myyntihinta pörssiyhtiöiden osinkotuottoprosentilla. Minimituottovaatimus on vastikkeen ja tuotto-odotuksen yhteen laskettu osuus. Kun vertaillaan minimituottoa keskiarvoisiin pyyntivuokriin, nousevat sekä liiketilan, että toimiston vuokrat hieman minimituottoa korkeammalle tasolle. Pyyntivuokraan on voitu ajatella jo tulevista remonteista aiheutuvat kulut tai laskettu ylipäättään ylläpitokustannuksia. Edellä esitettyyn malliin ei ole ajateltu muuttuvia kustannuksia, kuten sähkömaksuja, vesilaskuja tai muita toimitilan käytöstä johtuvia kuluja, koska ne usein jäävät vuokralaisen vastuulle.

Alla olevassa kuviossa on kuvattu vähittäiskauppojen markkinatuotosta suhteutettuna edellisen vuoden lukemaan. Markkinatuotoksella tarkoitetaan tuotteita, jotka myydään markkinoilla tuotantokustannukset kattavaan hintaan, ja ne on valmistettu tilikauden aikana (Tilastokeskus 2016). Kuvioon on valittu toimialoista vähittäiskaupat, koska niiden katsotaan olevaan lähimpänä sijoittajien etsimien vuokralaisten kohderyhmää. Kuvion on tarkoitus havainnollistaa alan syklistä.



Kuvio 3. Vähittäiskaupan markkinatuotos (Tilastokeskus 2014).

Kaavioissa vuosina 1994 ja 2005 on lähtenyt selkeästi tuottavampi kasvun vaihe ja yrityksillä on mennyt hyvin. Katsottaessa vuosia 2006–2010 alan yrityksillä on jyrkkä monen vuoden alamäkijakso, jolloin mennään ääripäästä ääripäähän. Yrityksen voi olla vaikea saada tuottoa edes sen verran, että pystyisi jatkamaan toimintaansa.

#### 3.4.1 Tasaisen tuoton kaava

Oletetaan tilanne, jossa vuokralaisen toimiala vastaa yllä olevan kuvion mukaista toimialaa ja noudattaa kuvion trendiä. Sijoittaja pyytää vuokraa liikehuoneiston keskiarvovuokran verran eli 10 809,65 € vuodessa, josta sijoittaja vähentää kulut eli vastikkeet. Sijoittajalle jää karkeasti ottaen tuottoa 5 653,49 € vuodessa. Jos vuokralaisen liiketoiminta olisi jatkuvaa vuodesta toiseen, saisi sijoittaja kymmenessä vuodessa 56 534,90 €.

Kuten edellä todettiin, vuokralaisen liiketoiminta on syklistä ja talouden mennessä alamäkeen ei yrityksellä ole varaa muiden menojen lisäksi maksaa vuokraa tai ylipäättään kaikkia kuluja. Tällaisissa tilanteissa yrityksillä on negatiivinen kassavirta ja yritykset syövät omia pääomiaan. Yleensä usealla toimialalla menee samaan aikaan huonosti ja



monilla toimialoilla on samansuuntainen trendi. Tietysti käyrät voivat olla jyrkempiä tai loivempia, mutta yleinen trendi menee samaan suuntaan.

Kun vuokralaisella ei ole enää varaa maksaa vuokraa, alkaa yrittäjä etsiä edullisempaa toimitilaa. Tilanne voi myös eskaloitua ja velkaa on jo kertynyt niin paljon, että jäljelle jäänyt vaihtoehto on konkurssi. Sijoittajalla tilanteet eivät tee eroa, koska joka tapauksessa tila jää tyhjilleen joko vuokralaisen lähdettyä uuteen tilaan tai lopetettua toimintansa. Vuokralaisen lähdettyä on sijoittajan usein vaikeaa tai haasteellista löytää uutta vuokralaista, koska usealla muuallakin yrityksellä menee heikosti. Uusia yrityksiä ei juurikaan huonon taloustilanteen takia synny ja vanhat yritykset eivät pysty laajentamaan, koska ei ole varaa uusiin investointeihin. Jos sijoittaja onnistuu samaan uuden vuokralaisen, on vuokra usein alhaisempi kuin edellisen vuokralaisen kohdalla.

Kunnalle tai kaupungille ja valtiolle tyhjillään oleva tila aiheuttaa myös harmia, koska verotulot vähenevät. Sijoittaja ei saa yhtä paljon voittoja kuin aikaisemmin, jolloin pääomatuloista maksettava veromäärä pienenee. Yrityksen tuloksen pienentyessä tai konkurssitilanteessa negatiivinen tulos aiheuttaa myös verotulojen vähenemisen. Kunnan, kaupungin ja valtion tulisi nähdä tyhjät tilat saamatta jääneinä verotuloina. (Minicozzi 2016.)

Muutamia kuukausia tai pahimmassa tapauksessa jopa vuosia tyhjillään oleva toimitila aiheuttaa vastikekuluineen huomattavat kustannukset sijoittajalle. Ajatellaan, että kymmenen vuoden ajalla tila on kokonaisuudessaan kolme vuotta tyhjillään. Kolmen vuoden tyhjillään olon ei tarvitse olla yhtäjaksoista, vaan tyhjiä kuukausia voi kertyä myös vuokralaisten vaihtuessa, jos sijoittaja ei löydä uutta vuokralaista heti. Seitsemän vuoden ajalta sijoittaja saa tuottoa 39 547,43 €. Kolmen vuoden ajalta sijoittaja menettää tuottoonsa ja tekee vastikkeiden verran tappiota eli tappiota tulee yhteensä 15 468,48 €. Kun tuotoista vähennetään tappiot, jää sijoittajalle kymmenen vuoden ajalta yhteensä 24 105,95 €.

### 3.4.2 Joustavan tuoton kaava

Seuraavaksi kuvaillaan tilannetta, jossa sijoittajan vaatima minivuokra on vastikkeiden suuruinen. Sijoittajan vaatima tuotto-odotus sidotaan vuokralaisen liiketoimintaan. Kun yrityksen toiminta on kannattavaa, maksaa hän enemmän vuokraa. Kun tilanne kääntyy toiseen suuntaan, sijoittaja pudottaa vuokran minimiin. Vuokralaisella jää varoja

yritystoiminnan kehittämiseen vaikeanakin aikana ja samalla yritys pystyy mahdollisesti kestämään suhdannevaihtelut menemättä konkurssiin.

Ajatellaan tilanne samalla tavalla kuin tasaisen tuoton kaavassa. Kolmen vuoden ajan yrityksellä menee heikommin, jolloin hän maksaa ainoastaan vastikkeiden osuuden. Sijoittajalle ei kerry tuottoja, mutta ei myöskään tappiota. Samalla hän säästyy uuden vuokralaisen etsimiseltä. Ensimmäiset kolme vuotta yrityksellä menee hyvin ja liiketoiminta kasvaa joka vuosi. Sijoittaja pyytää vuokraa kasvun mukaan. Ensimmäiseltä vuodelta sijoittaja pyytää 10 809,65 € eli keskiarvoisen liikehuoneiston vuokran. Toisena vuonna yritys kasvaa viisi prosenttia, joten vuokraakin korotetaan viisi prosenttia. Sijoittaja saa toiselta vuodelta 11 350,13 €. Sama tapahtuu kolmantena vuonna, jolloin tuotot ovat kolmannelta vuodelta 11 917,64 €. Sen jälkeen yritystoiminta kohtaa ongelmia ja liiketoiminta supistuu huomattavasti. Sijoittaja ja vuokralainen sopivat, että seuraavan kolmen vuoden ajalta vuokralainen maksaa ainoastaan vastikkeiden osuuden vuokrasta.

Kolmen vuoden jälkeen yritystoiminta on saatu taas uusien investointien ja muiden kehityshankkeiden avulla uudelleen kasvu-uralle. Seuraavalta neljältä vuodelta sijoittaja vaatii joka vuosi 25 % kasvavaa vuokraa. Seitsemännen vuoden vuokraan lisätään vastikkeen lisäksi 25 % tuotto eli vuokran suuruus on 6 445,20 €. Kahdeksas, yhdeksäs ja kymmenes vuosi noudattaa samaa kasvavaa kaavaa kuin ensimmäiset kolme vuotta, mutta kasvu on 25 % alun viiden prosentin sijasta. Tällä tavalla sijoittaja saa jälkikäteen tuottoja kolmelta ”menetettyltä” vuodelta. Näiden neljän viimeisen vuoden jälkeen sijoittaja voi laskea vuokran taas alemmalle tasolle. Sijoittaja voi esimerkiksi laskea tuotto-osuuden mikä riittää hänelle, jolloin vuokra ei nouse sen yläpuolelle, vaikka yrityksen tulos kasvaisi huomattavasti enemmän. Samaa vuokran ylärajaa sijoittaja voi käyttää myös ensimmäisen kolmen vuoden kohdalla.

Tällä menetelmällä kymmenessä vuodessa sijoittaja saa vuokratuloja 86 706,51 €. Tuoloista vähennetään kymmenen vuoden vastikkeet, jolloin sijoittajan kokonaistuotto ajalta on 35 144,91 €. Kun verrataan tasaisen tuoton, staattista mallia joustavaan malliin, huomataan tuotoissa 11 038,96 € ero. Prosentuaalisesti ero 45,8 %. Luvut on esitetty vielä taulukon muodossa, jotta erot on helpommin havaittavissa ja vertailtavissa. Taulukossa vuokra 1 ja tuotto 1 kuvastavat tasaisen tuoton mallia ja vuokra 2 ja tuotto 2 joustavaa mallia.

Taulukko 7. Tuottoerot.

Aika	Vastike	Vuokra 1	Vuokra 2	Tuotto 1	Tuotto 2
<b>1. vuosi</b>	5 156,16	10 809,65	10 809,65	5 653,49	5 653,49
<b>2. vuosi</b>	5 156,16	10 809,65	11 350,13	5 653,49	6 193,97
<b>3. vuosi</b>	5 156,16	10 809,65	11 917,64	5 653,49	6 761,48
<b>4. vuosi</b>	5 156,16	0	5 156,16	– 5 156,16	0
<b>5. vuosi</b>	5 156,16	0	5 156,16	– 5 156,16	0
<b>6. vuosi</b>	5 156,16	0	5 156,16	– 5 156,16	0
<b>7. vuosi</b>	5 156,16	10 809,65	6 445,20	5 653,49	1 289,04
<b>8. vuosi</b>	5 156,16	10 809,65	8 056,50	5 653,49	2 900,34
<b>9. vuosi</b>	5 156,16	10 809,65	10 070,63	5 653,49	4 914,47
<b>10. vuosi</b>	5 156,16	10 809,65	12 588,28	5 653,49	7 432,12
<b>Yhteensä</b>	<b>51 561,60</b>	<b>75 667,55</b>	<b>86 706,51</b>	<b>24 105,95</b>	<b>35 144,91</b>

Esitettyssä joustavan tuoton kaavassa vuokran kasvuprosentit ovat esimerkkejä. Etsitään kaavasta tasapainotila, jonka tarkoituksena on ilmaista millä kasvuprosenteilla molemmat mallit tuottavat saman tuloksen. Asetetaan ensimmäisen kolmen vuoden kasvuksi 4,5 % ja viimeisen neljän vuoden kasvuksi 10 %, jolloin saadaan niin sanottu tasapainotila. Tällöin joustavan tuoton mallista 10 vuoden tuotoksi tulee 24 139,74 €, joka on käytännössä sama kuin tasaisen tuoton mallissa. Sijoittajan on siis pienilläkin korotuksilla ja joustavuudella mahdollisuus saada suurempia tuottoja verrattuna tasaisen tuoton malliin. Joustavassa mallissa riski on kuitenkin pienempi, koska vuokralaisen mahdollisuudet pysyä tilassa pidempään kasvavat. Näin ollen tyhjäkäynti ja vajaa käyttö pienenevät.

Esimerkissä sijoittajan tuotto on sidottu vuokralaisen liiketoimintaan. Sijoittaja voi sopia vuokralaisen kanssa erikseen, mihin vuokran suuruus sidotaan. Vuokran voi sitoa esimerkiksi käyttökatteeseen, jolloin vuokralainen maksaa kiinteiden kulujen lisäksi sovitun prosentuaalisen osuuden käyttökatteesta. Sijoittaja ja vuokralainen voivat myös sopia rajan, jonka yli vuokra ei nouse. Sijoittajan täytyy tällöin pohtia ja laskea, mikä on se raja, josta saatu tuotto riittää hänelle. Tämä menetelmä sitoo vuokralaista ja sijoittajaa toimimaan yhteistyössä, koska molempien etu on kasvava liiketoiminta.

Vuokralaisen ei kuitenkaan tarvitse huolehtia liiketoimintansa räjähdysmäisen kasvun aiheuttamista vuokrakuluista, koska vuokraleikkuri voidaan rakentaa etukäteen. Näin ollen vuokralainen pystyy keskittymään toimintaansa paremmin ja sijoittaja saa pidemmän ajan vuokralaisen, koska yritystoiminta on kestäväällä pohjalla. Sijoittajan ja vuokralaisen yhteistyö tiivistyy ja syntyy synergiaetuja, joissa molemmien puolinen auttaminen johtaa kaikkia hyödyttävään lopputulokseen. Mitä enemmän yritys tekee voittoa, sitä enemmän kiinteistösijoittaja saa kohteestaan tuottoa sovittuun rajaan asti. Sijoittajasta tulee stakeholder eli aktiivinen sijoittaja, jolloin hän alkaa tietoisesti hoitamaan ja parantamaan toimitilan markkina-arvoa.

Esitetty joustavan tuoton malli vaatii sijoittajalta talouden kokonaistuntemusta, jotta vuokran suuruus on oikeassa tasapainossa. Vuokralaisen liiketoiminta seuraa kansantalouden syklejä ja heijastaa ylipäättään taloustilannetta, jolloin vuokran sitominen yrityksen liiketoimintaan saa sijoittajan perehtymään kokonaisvaltaisesti talouteen. Joustavassa mallissa esitetty 25 % vuokran kasvu on havainnollistava ja tulevaisuutta ennustava luku. Todellisuudessa vuokran kasvu katsottaisiin tilanteen mukaan ja määräytyisi talouden kasvun ja kehityksen perusteella.

### 3.4.3 Rahan aika-arvo

Tasaisen ja joustavan mallin tuottoja laskiessa tulee huomioida rahan aika-arvo, joka usein jätetään kokonaiskuvan ulkopuolelle. Rahan arvo muuttuu ajan kuluessa. Yksi rahayksikkö tänään on arvokkaampi kuin yksi rahayksikkö huomenna. (Brown & Matysiak 2000,13.) Tämä todistetaan teoriaosuudessa esitetyssä nykyarvon laskennassa, jossa kohteen arvo diskontataan nykyhetkeen. Tänään saatu rahasumma ehtii kasvamään korkoa pidemmän aikaa kuin huomenna saatu rahasumma. Sijoittaja pystyy sijoittamaan vuokratuotoista saadun kassavirran eteenpäin, jolloin kassavirta alkaa ajan kuluessa kasvattamaan korkoa korolle.

Havainnollistetaan tasaisen ja joustavan tuoton eroja käyttämällä samaa kymmenen vuoden sykliä, jossa kolme vuotta ovat taloustilanteen vuoksi heikkoja. Tasaisessa tuottomallissa kolmen ensimmäisen ja neljän viimeisen vuoden kassavirrat tuottavat korkoa korolle. Ensimmäisen vuoden tuoton rahanarvo kasvaa yhdeksän vuotta, toisen vuoden kahdensa vuotta ja niin edelleen. Kolme vuotta, jolloin tasaisen tuottomallin tuotto on negatiivinen, syntyy negatiivista rahan arvon muutosta, eli korkoa korolle kaa-  
van korko on negatiivinen.

Joustava tuottomalli noudattaa samaa korkoa korolle kaavaa, kuin tasaisen tuottomallin kolme ensimmäistä ja neljä viimeistä vuotta. Ne kolme vuotta, jotka aiheuttavat negatiivisen tuoton tasaisessa tuottomallissa, eivät vaikuta joustavassa tuottomallissa samalla tavalla.

Tuotot ajatellaan sijoitettavaksi riskittömään kohteeseen, jolloin rahan arvon menetyksen mahdollisuus on pieni. Riskitöntä korkokantaa kuvaa Suomen valtion obligaatioiden 10 vuoden korko, jonka keskiarvo vuonna 2015 oli 0,73 % (Suomen Pankki 2016).

Havainnollistetaan mallien kustannusrakennetta taulukolla 8. Esimerkissä käytetään molempien tuottomallien kohdalla taulukossa 7. lueteltuja tuottoja. Taulukolla 8. kuvataan rahan aika-arvon muutokset tasaisen ja joustavan tuottomallin kaavassa. Malli 1 kuvastaa tasaista tuottoa ja malli 2 joustavaa tuottoa.

Taulukko 8. Rahan aika-arvo.

Aika	Malli 1 tuotto	Malli 1 koron vaikutus	Malli 2 tuotto	Malli 2 koron vaikutus
1. vuosi	5 653,49	6 035,96	5 653,49	6 035,96
2. vuosi	5 653,49	5 992,21	6 193,97	6 565,08
3. vuosi	5 653,49	5 948,79	6 761,48	7 114,65
4. vuosi	– 5 156,16	– 5 386,16	0	0
5. vuosi	– 5 156,16	– 5 347,13	0	0
6. vuosi	– 5 156,16	– 5 308,38	0	0
7. vuosi	5 653,49	5 778,21	1 289,04	1 317,48
8. vuosi	5 653,49	5 736,33	2 900,34	2 942,84
9. vuosi	5 653,49	5 694,76	4 914,47	4 950,35
10. vuosi	5 653,49	5 653,49	7 432,12	7 432,12
<b>Yhteensä</b>	<b>24 105,95</b>	<b>24 798,08</b>	<b>35 144,91</b>	<b>36 358,47</b>

Taulukossa esitetyn koron vaikutus on laskettu käyttämällä korkoa korolle kaavaa. Ero tasaisen tuoton ja joustavan tuoton rahan aika-arvoissa on kokonaisuudessaan 46,6 %. Taulukko havainnollistaa tasaisen tuottomallin vuosien 4, 5 ja 6 laskevan rahan arvoa

vastikkeiden suuruutta enemmän. Kyseiset vuodet tuottavat negatiivisesti, koska sijoittaja voisi sijoittajaa menetetyn summan tuottavaan kohteeseen. Joustavassa mallissa samoina vuosina korko ei näy, koska vuokrana saatu summa menee vastikkeisiin. Toki voitaisiin ajatella rahan arvon kasvu vastikkeen suuruudelle, mutta se ei antaisi todellista kuvaa kokonaistuotoista.

Tasainen tuottomalli aiheuttaa negatiivisen koron kolmelle vuodelle. Lisäksi kustannuksia aiheutuu vuokralaisen etsimisestä. Useimmiten toimitila ei sovellu sellaisenaan uudelle vuokralaiselle, jolloin kuluja tulee myös toimitilan kunnostuksesta ja muutosremonteista. Tasaisen mallin tuottavuus pienenee entisestään ja samalla ero joustavaan tuottomalliin kasvaa.

### 3.5 Riskien jakautuminen

Tasaisen tuoton mallissa koko sijoitustoiminta ja siitä saatavat tuotot ovat käytännössä kokonaan yrityksen eli vuokralaisen vastuulla. Vuokralainen vastaa vuokran muodossa kiinteistä kuluista, jotka muodostuvat vastikkeista. Muuttuvat kulut ovat automaattisesti vuokralaisen vastuulla, koska hän tekee muun muassa sähkösopimukset omalle nimelleen. Sijoitustoiminnan tuotto on myös asetettu vuokralaisen hoidettavaksi, koska tuotto on upotettu maksettavaan vuokraan. Vaikka sijoittaja maksaakin vastikkeet taloyhtiölle ja mahdollisen kiinteistön hankintaan kohdistuvan rahoituksen takaisinmaksun luottolaitoksille, tulevat molemmat kustannukset vuokralaisen hoidettavaksi. Tällöin yritystoiminnalle on asetettu enemmän riskiä. Sijoittaja ei kuitenkaan kannakaan minkäänlaista riskiä tai vastuuta vuokralaisen liiketoiminnasta.

Joustavassa mallissa kiinteät ja muuttuvat kustannukset tulevat samalla tavalla vuokralaisen maksettavaksi. Sijoitustoiminnan tuoton ollessa sidottuna yritystoimintaan tulee sekin käytännössä vuokralaisen vastuulle. Erona tasaisen tuoton malliin on kuitenkin sijoittajan vastuu yritystoiminnasta. Sijoittaja kantaa osan yrityksen liikeriskistä, koska huonona aikana sijoittaja "lainaa" rahaa yritykselle. Hyvinä aikoina puolestaan sijoittaja haluaa yritystoiminnan kehittyvän, jolloin sijoittajan on mahdollista saada parempaa tuottoa. Näin ollen sijoittaja alkaa tiedostaen parantamaan ja kehittämään yrityksen toimintaa.

Sijoitustoiminnassa riski ja tuotto ovat vahvasti sidottuna toisiinsa, kuten Harry Markowitzin modernin portfolioteorian mukaan käy ilmi. Kun tuotto-odotus kasvaa, kasvaa

myös sijoitus kohteen riski. Sijoittajan oman tasapainotilan löytäminen salkkuunsa on sijoittamisessa tavoiteltu tila. (Oksaharju 2013, 21–23.) Kiinteistösijoittamisessa riskiä tulisi jakaa sijoittaja ja vuokralaisen välillä tasapainoisessa suhteessa. Joustavassa mallissa tuottojen osuus vaihtelee vuokralaisen liiketoiminnan mukaan, jolloin myös riski vaihtelee. Silloin kun sijoittajan saama tuotto kasvaa, kasvaa myös sijoittajan kantama riski toimitilassa olevan vuokralaisen liiketoiminnasta. Näin tasapainotila säilyy ja sijoittaja on loogisesti oikeutettu saamaan korkeampaa tuottoa. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.)

Joustavan mallin riski muodostuu vuokralaiseksi valikoituneen yrittäjän liiketoiminnasta, koska sijoittajan tuotto on käytännössä kiinni siitä. Kuitenkin sijoittaja pystyy omalla toiminnallaan ja aktiivisuudellaan vaikuttamaan jonkin verran riskin suuruuteen. (Juras Oy:n toimitusjohtaja, Henkilökohtainen tiedonanto 10.2.2016.) Institutionaalisella sijoittajalla tai tavallisella sijoittajalla, joilla on useampi kiinteistö/toimitila salkussaan, pystyy pienentämään yrittäjän liiketoiminnasta johtuvaa riskiä. Vuokralaisen liiketoiminta ei välttämättä ole tuottava valitussa toimitilassa, mutta asia huomataan vasta muutaman vuoden vuokrauksen jälkeen. Asiakasvirrat eivät ole suotuisat kyseiselle yritykselle tai tila voi olla vääränlainen yritystoiminnalle. Sijoittaja ennakoi tilannetta ja aloittaa salkkunsuudelle suunnittelun, jotta vuokratila ei yritystoiminnan lakattua jää tyhjilleen. Sijoittajan salkussa saattaa olla toinen toimitila, joka sopisi ominaisuuksiltaan paremmin kyseiselle yrittäjälle. Vuokralaisen siirryttyä sijoittajan ehdottamaan uuteen tilaan ja sitä kautta liiketoiminnan tehostuttua saa sijoittaja enemmän vuokratuottoja. Molempipuolinen yhteistyö auttaa tässäkin tehostamaan molempien toimintaa positiivisesti.

Sijoittajan ollessa yhteistyössä ja aktiivinen kunnan päättäjien kanssa pystyy hän vaikuttamaan vuokralaisen yritystoimintaan ja sitä kautta omiin tuottoihinsa. Teoriassa esiteltiin pintapuolisesti päättäjien ja ylipäättään julkisen sektorin vaikutusta kiinteistösijoittamiseen. Otetaan asiasta esimerkkejä, jossa sijoittajien aktiivisuudella olisi voinut olla vaikutusta lopputulokseen.

Turun Puutori, joka sijaitsee Turun ydinkeskustassa, oli vielä 1990-luvun alussa linja-autojen paikallisliikenteen keskuspaikka. Puutori toimi siihen aikaan myös torina ja sitä kautta osana Turun ydinkeskustaa. Alue toimi linja-autoyhteyksien puolesta keskuspaikkana kehyskunnista tulevalle liikenteelle, jolloin asiakasvirrat olivat huomattavan suuret. Sekä linja-autopysäkit, että tori vetivät potentiaalisia asiakkaita ja näiden seurauksena Puutoria ympäröivät toimitilat olivat haluttuja, kysyntää riitti ja pyyntivuokrat

olivat kysynnän mukaisia. Toimitilat täyttyivät monipuolisista yrityksistä. (Wikipedia, 2014.)

Nykyisen julkisen liikenteen keskus on valunut ”alaspäin” ja siirtynyt kauppatorille. Samalla myös tori on siirtynyt sinne. Siirtyminen ei ole ollut pelkästään sattumaa, vaan asiaa on pohdittu ja lopullinen päätös on tullut poliittisten valintojen seurauksena. Aikaisemmin Puutorin toimitilojen yritykset olivat pääasiassa liikkeenharjoittajia monelta eri toimialalta. Nykyisin toimitilat ovat pääasiassa toimistoja tai hallinnollisia tiloja. Katutaso- toimitiloissa on muutamia liikkeenharjoittajia. Toiminta on muuttunut aivan täysin siitä, mitä se oli aikaisemmin. Kuten edellä todettiin, toimitilojen käyttötarkoitus vaikuttaa kiinteistöstä saatavaan tuottoon. Liiketoimiloiden vuokrat ovat yleensä korkeammalla kuin toimistojen. Yhtälailla heikentynyt kysyntä vaikuttaa vuokratasoon laskevasti. Näin ollen nykyinen tilanne on heikentänyt sijoittajien tuottoja Puutorin alueella. Samalla tavalla kaupunkien saamat verotulot ovat vähentyneet, koska liikepaikan vuokra-arvo on pienentynyt. Vaikka aina päätöksiä tehdessä pyritään löytämään ratkaisu, joka miellyttäisi kaikkia ja olisi paras mahdollinen kaikkien kannalta, saattavat päätökset joissain tapauksissa aiheuttaa enemmän vahinkoa kuin hyötyä. Tässä tapauksessa päätös ei ole välttämättä ole mennyt täysin väärille urille, mutta kaikille muutos ei ole ollut positiivinen.

Turun osalta keskustan vajaakäyttö on kasvanut vuodesta 2012 vuoteen 2015, mikä lisää huolta keskustan näivettymisestä. Catellan vuoden 2015 markkinakatsauksessa todetaan, että Turun alueella ei ole tiedossa uusia rakennushankkeita, jotka piristäisivät keskustan toimintaa. Ainoastaan Kupittaaalle on saneeraushankkeena tulossa Logomo Konttorin tapaista yhteisöllistä toimistotilaa. (Catella Property Oy 2015.) Näivettymiseen on toisaalta looginen selitys, jos verrataan Catellan ilmoittamaa tuottovaatimusta. Vaatimus ei välttämättä ole realistinen ja etenkin joustamattomuudellaan saa aikaan yritysten lähtemisen toisaalle. Yhtälailla Myllyn ja Skanssin laajeneminen ja uusien vuokralaisten tuoma monipuolisuus kauppakeskuksiin lisää keskustan näivettymistä.

Turun Sanomat uutisoi vuonna 2014 Forum liikekeskuskorttelin tyhjentyvän kolmesta TOK:in (Turun Osuuskauppa) omistamasta ravintolasta. Hetken aikaa Forum oli autio ja kuvasti hyvin koko Turun alueen toimitilojen tilannetta. Nuorkauppakamari kuitenkin kehitti kampanjan, jolla Forum saatiin taas aktiiviseksi ja käyttöastetta saatiin nostettua. Nuorkauppakamarin ideana oli täyttää tyhjät liiketilat pop up – liikkeillä, jotka voivat kokeilla toimintaansa ilmaiseksi liiketiloissa. Hakemuksia tuli paljon ja nykyään Forumiin on saatu muutamia pysyviä yrityksiä, jotka ovat saaneet Forum kortteliin lisää



asiakasvirtoja. (Turun Sanomat 2014; Turun Sanomat 2016; Uitto 2015.) Nuorkauppakamarin malli osoittaa sijoittajien ja liiketilojen omistajien joustavasta toiminnasta, jonka avulla hetkellisellä huonommalla tuottovaatimuksella saadaan pidemmällä aikavälillä kasvatettua tuottoja. Tällä hetkellä Forum on elävämpi kuin aikaisemmin, mutta tilojen käyttöastetta olisi mahdollisuus nostaa entisestään. Vaikka Forumissa asiakkaita on enemmän, ei siellä silti kulje suuria määriä ihmismassoja.

Pop up – liiketilojen ideana on tarjota yrittäjille mahdollisuus koittaa omaa toimintaansa ilman liiketilasta johtuvaa riskiä. Jos liiketila ei osoittaudu riittävän tuottoisaksi yrittäjälle suhteessa maksettavaan vuokraan, yrittäjä etsii paremman liiketilan. Jos taas liiketila osoittaa vuokratason olevan kohtuullinen, liiketilan omistaja voi saada yrittäjästä pitkäaikaisen vuokralaisen. Useimmiten pop up – liikkeet saavat ihmismassat liikkeelle uutuuden viehätyksellä. Asiakkaille herää mielenkiinto uuteen liikkeeseen ja he haluavat tutustua tarjontaan. Kaikille osapuolille kannattavin tilanne olisi, jos yritys saataisiin jäämään liiketilaan pysyvästi. Jos vuokrat olisivat joustavia, yrittäjä pystyisi jatkamaan toimintaansa uutuuden viehätyksen laskiessa. Yrityksen pysyminen samalla paikalla helpottaa asiakkaita löytämään liikkeen ja tulemaan jatkossakin.

Forum Kortteliin haetaan jatkuvasti uusia pop up – liikkeitä ja tällä hetkellä vapaita liiketiloja on kaksi. On kuitenkin hyvä muistaa, että Forum on melko pieni liikekeskus, jolloin yksikin tyhjä liiketila vaikuttaa suuresti koko liikekeskuksen tuottavuuteen ja liikepaikan haluttavuuteen. Pop up –liikkeet aiheuttavat vuokrausmallien muuttumisen lyhytaikaisiksi, jolloin vuokrauskustannukset kasvavat vaihtuvuuden takia. Jos Forumin liiketilojen vuokrat vaihtelisivat joustavasti, voisi liiketilojen tyhjäkäynti loppua kokonaan ja tiloihin saataisiin pitkäaikaisia vuokralaisia.

Verkaranta Kiinteistöt Oy osti vuonna 2015 entisen vankilan, Kakolan, jonka rakennuksista osa on suojelukohteita ja osa uudiskohteita. Yhtiön omistaja Olli Ojala on yhdessä muiden toimijoiden kanssa luomassa entisiin vankilakiinteistöihin uudenlaista kokonaisuutta. (Catella Property Oy 2015; Kakola.fi 2016.) Ojalan tarkoitus on luoda uusi keskus asumiselle, palveluille ja liiketiloille. Koko Kakolan maan uudistus on osoitus aktiivisesta lähestymistavasta kiinteistösijoittamiseen. Vaikka Verkaranta Kiinteistöt Oy on suuri sijoittaja, pystyvät piensijoittajatkin ottamaan mallia heidän toimistaan.

Kakolan suunnittelussa ja toteutuksessa Ojala on ottanut aktiivisen sijoittajan roolin. Vaikuttamalla palveluihin ja toimijoihin Kakolasta on tarkoitus muodostaa toimiva kokonaisuus ja tällä tavalla saavuttaa maksimaalinen tuotto. Kuten edellä todettiin, keskusta

ei voi palvella ainoastaan keskustassa asuvia. Mäelle suunnitellut palvelut ja niitä toteuttavat toimijat valitaan tarkkaan, jotta arvoa muodostuu sekä Kakolassa ja sen lähi-alueella asuville, että ulkopaikkakuntalaisille. Kun palvelut on tarkoitettu useammalle sidosryhmälle, pystytään tuottoihin vaikuttamaan positiivisesti. Asiakasmäärät ovat tällöin suuremmat, koska mäelle virtaa asiakkaita muualtakin kuin vain viereisistä asuinalueista. (O. Ojala, Henkilökohtainen tiedonanto 6.4.2016).

Ojala haluaa vaikuttaa alueen toimintaan ja kaavoittamiseen, jotta alueesta saadaan toimiva ja tuottava kokonaisuus. Sama toimintatapa eli aktiivinen sijoitustyyli tulisi siirtää myös piensijoittajien keskuuteen. Pelkästään omalla kontrollialueellaan toimiva sijoittaja kantaa suuren riskin sijoituskohteestaan. Sijoittaja pystyy pienentämään riskiään vaikuttamalla aktiivisesti kohteen ympäristöön.

Piensijoittajien tulisi kehittää keskustaa ja sen toimintaa eteenpäin samalla tavalla kuin Ojala tekee Kakolan kohdalla. Tällä hetkellä passiiviset sijoittajat odottavat tuottoja tekemättä kuitenkaan mitään sen eteen. Passiivisten sijoittajien vaatimalle tuotolle ei ole perusteluja, sillä he ovat se osa keskustan vaikuttajista, jotka jarruttavat tai jopa heikentävät kaupungin kehittymistä.

## 4 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tämän opinnäytetyön tavoitteena oli esittää kiinteistösijoittamisen vaihtoehtoinen tuottomalli nykyisen yleisesti käytetyn mallin rinnalle. Tavoitteena oli tutkia mallin kannattavuutta ja toimivuutta kiinteistösijoittamisessa.

Tutkimuksessa käytettiin esimerkkeinä Turun ydinkeskustasta löytyviä vapaina olevia toimitiloja ja niiden myynti- ja vuokrausilmoituksista löytyviä tietoja. Kerätyn datan perusteella laskettiin kiinteistösijoittamisen tuottoja sekä tasaiselle, että joustavalle tuottomallille. Tutkimuksessa analysoitiin sijoittajan roolia ja vaikutusmahdollisuuksia oman tuottonsa parantamiseen. Tutkimuksessa otettiin huomioon eri näkökulmia ja havainnollistettiin mallin soveltamista käytäntöön, jolloin pystyttiin vertailemaan tasaista ja joustavaa tuottomallia paremmin. Kiinteistösijoittamisen lähtökohtia päivitettiin, ja työssä esitettiin vaihtoehtoinen ajattelutapa, jossa kiinteistöt rinnastetaan osakkeisiin. Tutkimuksessa osoitettiin kiinteistöjen käyttäytyvän kuten muutkin sijoitustuotteet. Tämä ajattelutapa toimii uuden tuottomallin perustana. Tämän työn tavoitteena on tuoda esiin uusia ajattelutapoja kiinteistösijoittamisesta ja löytää keinoja lisätä kiinteistömarkkinoiden dynaamisuutta.

Tutkimusta voidaan pitää luotettavana, koska aineistona käytettiin todellisia markkinoilla olevia kohteita. Lisäksi tutkimuksen tavoitteena on avata ja havainnollistaa joustavaa tuottomallia, jolloin yksittäisten kohteiden tarkempi arviointi tai laajempi otanta ei tuotaisi lisäarvoa tutkimukselle.

Tutkimuksessa havainnollistettiin eri komponenttien vaikutusta kiinteistön tai toimitilan arvoon. Turun keskustassa sijaitsevaa kauppakeskus Hansaa käytettiin esimerkkinä, ja vertailupohjaksi otettiin Turun lähiseudun kaksi muuta kauppakeskusta. Lisäksi empiirisessä osiossa esiteltiin lyhyesti todellisia esimerkkejä kaupungin muuttumisesta, joustavasta vuokraustavasta ja aktiivisista sijoittajista.

Simulaatiossa todistetaan joustavan ja dynaamisen tuottomallin olevan vaihtoehto tasaiselle tuottomallille ja dynaaminen malli osoittautui pitkällä aikavälillä kannattavammaksi vaihtoehdoksi kaikille sidosryhmille. Vaikka malli todistettiin toimivaksi Turun keskustan kiinteistösijoittamisessa, se ei ole aluekohtaisesti sidottu. Turun keskustaa ja siellä sijaitsevia toimitiloja käytettiin ainoastaan esimerkkinä havainnollistamaan dynaamista tuottomallia.

Dynaamisessa mallissa sijoittajan ja vuokralaisen suhde muuttuu kumppanuudeksi, jolloin pelkästään oman edun tavoittelu ei olekaan yhtä suuressa roolissa. Molempinpuolinen joustavuus saa aikaan yhteisen hyvän tai jopa toisen osapuolen edun tavoittelu, koska kumppanuuden johdosta toisen menestys onkin molempien menestystä.

Haasteeksi muodostuu ihmisen epäluulo mallin toimivuudelle. Sekä sijoittajan että vuokralaisen on pystyttävä luottamaan toisiinsa ja saada sitä kautta varmuus yhteistyön toimivuudesta. Sijoittajan on kyettävä asettamaan rajansa tuottovaatimukselleen eli sopimaan maksimivuokran, jotta vuokralaisen saa pysymään toimitilassa. Vuokrausmalli voidaan rakentaa, mutta se edellyttää sijoittajalta liiketoiminnan ymmärrystä. Sijoittaja saattaa joutua huumaan vuokralaisen liiketoiminnan kasvuvaiheessa, jolloin hän ei pysty tai halua asettaa vuokratattoa. Silloin yhä suurempi osa vuokralaisen liikevoitoista kuluu vuokranmaksuun, jolloin vuokralainen ei halua enää kasvattaa ja kehittää toimintaansa. Yritystoiminnan hyytymisestä kärsivät kaikki sidosryhmät eli vuokralainen, sijoittaja ja kunta tai kaupunki.

Tutkimuksessa todettiin, että sijoittajan eri malleista saamien tuottojen ero on suuri kymmenen vuoden tarkastelujaksolla. Joustavassa mallissa sijoittaja kantaa osan vuokralaisen liiketoiminnasta aiheutuvista riskeistä, joten tuottovaatimus kasvaa riskin mukana. Sijoittajan saamat suuremmat tuotot ovat riskin takia perusteltuja. Sijoittajan aktiivisuus ja riskinjakaminen osoittavat, että sijoittaja voi omalla toiminnallaan tukea kaupungin kehitystä ja kasvattaa saamiaan tuottoja.

Tasainen tuottomalli osoittautui myös kannattamattomammaksi vaihtoehdoksi, koska rahanarvon muutos sai aikaan negatiivisen tuoton heikossa markkinatilanteessa. Lisäksi kustannukset vuokralaisen hankinnassa voivat aiheuttaa suuria menoeriä. Kyseisiä kustannuksia on haasteellista konkreettisesti esittää, koska kustannukset muun muassa hankinnasta aiheutuvalle ajan menetykselle, tilan remonteille ja mainostamiselle ovat tapauskohtaisia.

Dynaaminen malli ei ole teoriassa haastava, mutta sen toteuttaminen käytännössä luo haasteita. Mallissa on mukana monta komponenttia, jotka vaikuttavat toisiinsa. Jotta malli toimisi tehokkaasti ja loisi markkinoista dynaamiset, on sijoittajan ymmärrettävä, että kaikki mallin komponentit linkittyvät toisiinsa. Tässä opinnäytetyössä esiteltiin tarkemmin vain yksi osa kolmiosaisesta dynaamisesta mallista ja yksi vaihtoehto mallin käyttämisestä, mutta kaavaa voi kehittää ja soveltaa tapauskohtaisesti. Esitetty malli toimii kuitenkin hyvänä pohjana.

Kiinteistösijoittaminen mielletään usein passiiviseksi sijoitustyyliksi, jossa kerätään tuottoa tekemättä mitään. Empiirisessä osassa todistettiin passiivisuuden toimimattomuus, jos ympäristö on dynaaminen ja muuttuu koko ajan. Asenteita on vaikea muuttaa, mutta jokaisen sijoittajan tulisi ymmärtää, että suuressa pääomassa on myös vastuunsa. Aktiivisuudella sijoittaja kantaa vastuunsa ja saa aikaan kehitystä, joka tukee koko yhteisöä. Sijoittajat ovat suuressa roolissa kaupungin kehittämisessä, koska heillä on näkemys tulevasta kehityssuunnasta.

On mielenkiintoista, että kiinteistömarkkinat ovat pysyneet lähes muuttumattomina, vaikka tasaisen tuoton mallia tehokkaampi malli on ollut pääteltävissä. Tasaisen mallin ongelmat ovat olleet useasti esillä, mutta tilanteen muuttamisen eteen ei ole etsitty riittävästi ratkaisuja. Toivottavasti tämän mallin esittäminen ja avaaminen saa pienet ja suuret kiinteistösijoittajat ymmärtämään markkinoiden dynaamisuuden ja omat vaikutusmahdollisuutensa.

Tuottomallin kuvaaminen on yksi osa isompaa kokonaisuutta, joten jatkotutkimuksena voisi olla koko kaavan kokoaminen yhteen työhön. Kokonaisuuden ymmärtämiseksi tutkimuksessa olisi hyvä olla muutaman kohteen perusteellinen esittäminen kaikkien kaavan osien kohdalla. Jokaisen osan kohdalla selvitettäisiin, mitä vaikutuksia kaavalla on ja miten vaikuttaminen onnistuu. Teoreettisella tasolla tutkimus olisi helposti tehtävissä, mutta käytännössä toteutettavan tutkimuksen tulosten saaminen saattaa kestää vuosia. Jos tutkimuksessa haluaa käyttää todellisia esimerkkejä, todellisten muutosten toteutuminen kiinteistösijoittamisessa on aikaa vievää, jolloin tutkimuksen toteuttaminen vaatii sitoutumista.

Toinen jatkotutkimuskohde voisi olla mallin soveltamista asuinhuoneistoihin tai asumiseen tarkoitettuihin kiinteistöihin. Tutkimuksessa tulisi selvittää, onko mallin soveltaminen mahdollista ja miten soveltaminen onnistuisi. Asuntomarkkinoiden ja asuntosijoittamisen komponentit poikkeavat jonkin verran toimitilasijoittamisesta, jolloin tutkimuksessa tulisi perehtyä myös niihin. Mallin soveltamisaloja tulisi tutkia laajemmin, jolloin koko kiinteistömarkkinoita saataisiin muokattua ja samalla kiinteistöjen arvonmuodotus saisi kokonaan uusia piirteitä.

Jatkossa voisi myös tutkia maaseutujen ja muuttotappiokuntien kiinteistöjen eroavaisuuksia kasvukeskuksien kiinteistöihin. Kolmiosaisen kaavan eri osissa tai koko kaavassa tapahtuvia muutoksia voisi vertailla, kun tutkitaan maaseudun tai kaupungin toi-

mitiloja. Mielenkiintoista olisi tutkia, pystytäänkö kaavaa käyttämällä vaikuttamaan muuttovirtauksiin tai jonkin kaupungin yrityskantaan.

## LÄHTEET

Brown, G. & Matysiak, G. 2000. Real Estate Investment A Capital Market Approach. England: Pearson Education Limited.

Catella Property Oy. 2015. Markkinakatsaus. Viitattu 18.1.2016 <http://www.catella.com/PageFiles/35134/Markkinakatsaus%202015%20syksy.pdf>.

Damodaran, A. 2009. Applied Corporate Finance: A User's Manual – Fourth Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. Viitattu 12.2.2016 <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/acf3E/book/>.

Forum. Kortteli. 2016. Vapaat toimitilat. Viitattu 20.3.2016 <http://forumkortteli.fi/toimitilat/>.

Haight, G. & Singer, D. 2005. Real Estate Investment Handbook. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Investopedia 2016. Return On Assets – ROA. Viitattu 24.11.2015 <http://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp>.

Investopedia 2016. Book Value. Viitattu 13.2.2016 <http://www.investopedia.com/terms/b/bookvalue.asp>.

Investopedia 2016. The Market Value Versus Book Value. Viitattu 13.2.2016 <http://www.investopedia.com/articles/investing/110613/market-value-versus-book-value.asp>.

Investopedia 2016. Plowback Ratio. Viitattu 12.3.2016 <http://www.investopedia.com/terms/p/plowbackratio.asp>.

Kakola.fi. 2016. Kotini on linna. Viitattu 13.3.2016 <http://www.kakola.fi/>.

Kattelus, K. 2013. Toriparkin vaikutus toriparkin vaikutusalueella olevien liikkeiden menestykseen. Opinnäytetyö. Myyntityön koulutusohjelma. Turku: Turun ammattikorkeakoulu. Viitattu 6.2.2016 [http://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/58785/Karri\\_Kattelus.pdf?sequence=1](http://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/58785/Karri_Kattelus.pdf?sequence=1).

Kauppakeskus Hansa. 2014. Liikkeet. Viitattu 27.2.2016 <http://hansakortteli.fi/liikkeet/>.

Kauppakeskus Mylly. 2016. Liikkeet ja palvelut. Viitattu 27.7.2016 <http://www.kauppakeskusmylly.fi/liikkeet-ja-palvelut/>.

Kauppakeskus Skanssi. 2016. liikkeet. Viitattu 27.2.2016 <http://www.skanssi.fi/liikkeet/>.

Kirjanpitoasetus 30.12.1997/1339.

Koivu, E. 2015. Finanssikriisin vaikutus asuntokauppaan. Opinnäytetyö. Myyntityön koulutusohjelma. Turku: Turun ammattikorkeakoulu. Viitattu 2.12.2015 [https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/92515/Koivu\\_Essi.pdf?sequence=1](https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/92515/Koivu_Essi.pdf?sequence=1).

Miettilä, A. & Olkkonen, O. 1993. Johdatus toimitilatalouteen. Helsinki: SITRA.

Minicozzi, J. 2016. Viitattu 30.3.2016 <http://www.urban-three.com/>.

Neilimo, K. & Uusi-Rauva, E. 2010. Johdon laskentatoimi. Helsinki: Edita Publishing Oy.

Oksaharju, J. 2013. Hajauta ja hajoa. Vantaa: Oksaharju Capital Oy, Nordnet.

Olkkonen, O.; Kaleva, H. & Land, P. 1997. Toimitilasijoittaminen. Turku: Kiinteistötalouden instituutti ry, Suomen itsenäisyyden rahasto, Suomen Kiinteistöliitto ry, Suomen toimitila- ja rakennusliitto RAKLI ry.

Pirounakis, N. 2013. Real Estate Economics : A Point-to-point Handbook. Abingdon, Oxon; New York: Routledge.

Saari, S. 2014. Ketjuyritys X:n liikepaikkojen myynnin erot – Liike A ja Liike B. Opinnäytetyö. Myyntityön koulutusohjelma. Turku: Turun ammattikorkeakoulu.

Suomen Kauppakeskushdistys ry. 2015. Finnish Shopping Centers 2015 Kauppakeskukset. Viitattu 24.3.2015 <http://www.kauppakeskushdistys.fi/attachements/2015-03-20T15-06-1748.pdf>.

Suomen Pankki. 2016. Suomen valtion viitelainojen korot. Viitattu 20.3.2016 [http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/korot/pages/tilastot\\_arvopaperimarkkinat\\_velkapaperit\\_viitelainojen\\_korot\\_fi.aspx](http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/korot/pages/tilastot_arvopaperimarkkinat_velkapaperit_viitelainojen_korot_fi.aspx).

Tilastokeskus. 2014. Tuotanto- ja tulonmuodostustilit 1975–2014. Viitattu 26.2.2016 [http://pxnet2.stat.fi/PXWeb/pxweb/fi/StatFin/StatFin\\_\\_kan\\_\\_vtp/070\\_vtp\\_tau\\_071.px/table/tableViewLayout1/?rxid=0b206fbf-7cf3-4782-9fd2-c7903a81b888](http://pxnet2.stat.fi/PXWeb/pxweb/fi/StatFin/StatFin__kan__vtp/070_vtp_tau_071.px/table/tableViewLayout1/?rxid=0b206fbf-7cf3-4782-9fd2-c7903a81b888).

Tilastokeskus. 2016. Kansantalouden tilinpito. Viitattu 8.4.2016 [http://tilastokoulu.stat.fi/verkkokoulu\\_v2.xql?page\\_type=sisalto&course\\_id=tkoulu\\_ktal&lesson\\_id=3&subject\\_id=7](http://tilastokoulu.stat.fi/verkkokoulu_v2.xql?page_type=sisalto&course_id=tkoulu_ktal&lesson_id=3&subject_id=7).

Turun Sanomat 2014. Turun keskustan liiketilat tyhjenevät ennätysvauhtia. Turun Sanomat 30.10.2014. Viitattu 24.11.2015 <http://www.ts.fi/uutiset/turun+seutu/694111/Turun+keskustan+liiketilat+tyhjenevat+ennatysvauhtia>.

Turun Sanomat. 2016. Tyhjätkin liiketilat alkaneet täyttyä Turun keskustassa. Turun Sanomat 23.2.2016. Viitattu 12.3.2016 <http://www.ts.fi/uutiset/turun+seutu/849960/Tyhjat+liiketilat+alkaneet+tayttya+Turun+keskustassa>.

Töykkälä, E. 2015. Siirtyykö Turun keskusta? Asiantuntijat vastaavat. Yle Uutiset 5.1.2015. Viitattu 24.11.2015 [http://yle.fi/uutiset/siirtyyko\\_turun\\_keskusta\\_asiantuntijat\\_vastaavat/7716865](http://yle.fi/uutiset/siirtyyko_turun_keskusta_asiantuntijat_vastaavat/7716865).

Uitto, T. 2015. Turun keskustan tyhjätkin liiketilat täyttyvät kesäksi. Turkulainen 6.3.2015. Viitattu 12.3.2016 <http://www.turkulainen.fi/artikkeli/270325-turun-keskustan-tyhjat-liiketilat-tayttyvat-kesaksi>.

Verohallinto. 2016. Kiinteistövero. Viitattu 21.1.2016 <https://www.vero.fi/fi-FI/Henkiloasiakkaat/Kiinteistovero>.

Verohallinto. 2016. Varainsiirtovero. Viitattu 21.1.2016 <https://www.vero.fi/fi-FI/Henkiloasiakkaat/Varainsiirtovero>.

Verohallinto. 2016. Vuokratulot. Viitattu 21.1.2016 <https://www.vero.fi/fi-FI/Henkiloasiakkaat/Vuokratulot>.

Verohallinto. 2016. Tasaverot. Viitattu 23.1.2016 [https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat\\_veroohjeet/Sanasto/Tasapoisto\(37048\)](https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Sanasto/Tasapoisto(37048)).

Verohallinto. 2016. Tuloverotus – yritykset ja yhteisöt. Viitattu 7.2.2016 [https://www.vero.fi/fi-FI/Yritys\\_ja\\_yhteisoasiakkaat/Tuloverotus](https://www.vero.fi/fi-FI/Yritys_ja_yhteisoasiakkaat/Tuloverotus).

Wikipedia. 2014. Puutori. Viitattu 4.3.2016 <https://fi.wikipedia.org/wiki/Puutori>.



## Taulukko 2. Liikehuoneistojen vuokrat.

Asunnot.oikotie.fi. 2016. Vuokrattavat toimitilat, Liiketilat, Turku. Viitattu 20.2.2016  
<http://asunnot.oikotie.fi/vuokrattavat-toimitilat/turku/#?cardType=106&locations=%5B%5B%22335392%22,%224%22,%22Keskusta,%20Turku%22%5D%5D&businessType%5B%5D=1&size%5Bmin%5D=50&size%5Bmax%5D=60&view=gallery&pagination=1>.

Tuloskiinteistöt Holding Oy. 2016. Vuokrataan - liiketila. Viitattu 20.2.2016  
<http://www.tuloskiinteistot.fi/fi/kohde/2560>.

Turun seudun kehittämiskeskus. 2016. Toimitilat, Turku. Viitattu 20.2.2016  
<http://toimitilat.turku.fi/bt/toimitilat.nsf/allpremises/D09A3C84E418756DC2257EAC004D85CF?opendocument>.

Turun seudun kehittämiskeskus. 2016. Toimitilat, Turku. Viitattu 17.1.2016  
<http://toimitilat.turku.fi/bt/toimitilat.nsf/SearchResults?openform&phrase=&u=Toimisto&c=Turku&sr=2&lang=1>.

## Taulukko 3. Toimistojen vuokrat.

Asunnot.oikotie.fi. 2016. Vuokrattavat toimitilat, Liiketilat, Turku. Viitattu 20.2.2016  
<http://asunnot.oikotie.fi/vuokrattavat-toimitilat/turku/#?cardType=106&locations=%5B%5B%22335392%22,%224%22,%22Keskusta,%20Turku%22%5D%5D&size%5Bmax%5D=60&size%5Bmin%5D=50&businessType%5B%5D=2&view=gallery&pagination=1>.

Kauppalehti. 2016. Toimitilat, Toimistot, Turku. Viitattu 17.1.2016  
<http://toimitilat.kauppalehti.fi/List/toimistot/turku>.

Tuloskiinteistöt Holding Oy. 2016. Vuokrataan – Pieni toimistotila. Viitattu 20.2.2016  
<http://www.tuloskiinteistot.fi/fi/kohde/2605>.

Turun seudun kehittämiskeskus. 2016. Toimitilat, Turku. Viitattu 20.2.2016  
<http://toimitilat.turku.fi/bt/toimitilat.nsf/allpremises/D09A3C84E418756DC2257EAC004D85CF?opendocument>.

Turun seudun kehittämiskeskus. 2016. Toimitilat, Turku. Viitattu 20.2.2016  
<http://toimitilat.turku.fi/bt/toimitilat.nsf/allpremises/3F5147ACBBBD80ABC2257CBC004C3EB2?opendocument>.

## Taulukko 4. Myytävät toimitilat.

Asunnot.oikotie.fi. 2016. Myytävät toimitilat, Turku. Viitattu 26.2.2016  
<http://asunnot.oikotie.fi/myytavat-toimitilat/8825276#?previousSearchId=24>.

Asunnot.oikotie.fi. 2016. Myytävät toimitilat, Turku. Viitattu 26.2.2016  
<http://asunnot.oikotie.fi/myytavat-toimitilat/9473868#?previousSearchId=24>.

Asunnot.oikotie.fi. 2016. Myytävät toimitilat, Turku. Viitattu 26.2.2016  
<http://asunnot.oikotie.fi/myytavat-toimitilat/8272347#?previousSearchId=24>.

## Taulukko 5. Listautuneiden pörssiyhtiöiden osinkotuotto.

Castellum. 2015. Annual Report 2015. Viitattu 26.2.2016  
[http://www.castellum.se/fileadmin/Castellum\\_Media/Arsredovisningar/2015/Engelsk/castellum\\_ar\\_2015/castellum-filer/pdf/Castellum\\_AR\\_2015\\_Eng.pdf](http://www.castellum.se/fileadmin/Castellum_Media/Arsredovisningar/2015/Engelsk/castellum_ar_2015/castellum-filer/pdf/Castellum_AR_2015_Eng.pdf).

Hufvudstaden AB. 2015. Financial Information. Viitattu 26.2.2016  
<https://www.hufvudstaden.se/en/financial-information/share-information/dividend-policy/>.

Kauppalehti.fi. 2016. Orava Asuntorahasto Oyj (OREIT). Viitattu 26.2.2016  
<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/?klid=2016>.

Wallenstam AB. 2016. Wallenstam AB (Publ) Year-end report 1 January - 31 December 2015: A Net Asset Value Growth of 20 %. Viitattu 26.2.2016  
<https://www.wallenstam.se/en/wallenstam/investor-relations/finansiella-rapporter/?pressItemId=1396825>.

Wihlborgs. 2015. Wihlborgs' Year End Report 2015. Viitattu 26.2.2016  
[https://www.wihlborgs.se/globalassets/investor-relations/reports/2016/wihlborgs\\_q4\\_eng.pdf](https://www.wihlborgs.se/globalassets/investor-relations/reports/2016/wihlborgs_q4_eng.pdf).